



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ  
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ  
ÚSTAV FINANCÍ

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT  
INSTITUT OF FINANCES

# STANOVENÍ HODNOTY PODNIKU

ESTIMATION OF THE VALUE OF THE FIRM

DIPLOMOVÁ PRÁCE  
MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE  
AUTHOR

Bc. LUKÁŠ CIHLÁŘ

VEDOUCÍ PRÁCE  
SUPERVISOR

Ing. MICHAL KARAS, Ph.D.

BRNO 2015

# **ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**

**Cihlář Lukáš, Bc.**

---

Účetnictví a finanční řízení podniku (6208T117)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

## **Stanovení hodnoty podniku**

v anglickém jazyce:

## **Estimation of the Value of the Firm**

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Cíle práce a metody zpracování

Teoretická východiska ocenění podniku

Představení oceňovaného podniku

Strategická analýza podniku

Finanční analýza podniku

Prognóza generátorů hodnoty

Finanční plán

Náklady kapitálu

Výsledné ocenění

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, D. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. upravené vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.

GRASSEOVÁ, M. a kol. Analýza podniku v rukou manažera. 1. vyd. Brno: Computer Press, 2010. 325 s. ISBN 978-80-251-2621-9.

KISLINGEROVÁ E. Oceňování podniku. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 365 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.

SCHOLLEOVÁ, H. Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.

Vedoucí diplomové práce: Ing. Michal Karas, Ph.D.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2014/2015.

L.S.

---

prof. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Ředitel ústavu

---

doc. Ing. et Ing. Stanislav Škapa, Ph.D.

Děkan fakulty

V Brně, dne 28. 2. 2015

## **Abstrakt**

Tato diplomová práce se zabývá ohodnocením společnosti SCHENKER spol. s r. o. Pro stanovení hodnoty společnosti byly využity výnosové metody diskontovaných peněžních toků a ekonomické přidané hodnoty. V úvodu práce jsou vymezeny teoretické předpoklady a postup ohodnocení podniku. Praktická část obsahuje strategickou, finanční a SWOT analýzu podniku. V závěru práce jsou aplikovány konkrétní oceňovací metody a uveden výrok o hodnotě společnosti k 31. 12. 2013.

## **Abstract**

This master thesis deals with the estimation of the value of company SCHENKER spol. s r. o. The income-based methods of discounted cash flow and economic value added were used for the estimation of the value of the company. There are stated theoretical assumptions and the process of estimation of the value of company in the introduction of the work. The practical part consists of strategic, financial, and SWOT analysis of the company. At the end of the work the particular valuation methods are applied and in the conclusion there is reported the statement of value of the company at 31. 12. 2013.

## **Klíčová slova**

Hodnota společnosti, strategická analýza, finanční analýza, finanční plán, průměrné vážené náklady kapitálu, výnosové metody ocenění

## **Keywords**

Value of company, strategic analysis, financial analysis, financial plan, weighted average cost of capital, income-based methods of valuation

### **Bibliografická citace práce**

CIHLÁŘ, L. *Stanovení hodnoty podniku*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2015. 117 s. Vedoucí diplomové práce Ing. Michal Karas, Ph.D.

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

Tato práce vznikla v rámci řešení projektu specifického vysokoškolského výzkumu FP-S-13-2064 Výzkum interních a externích faktorů ovlivňujících hodnotu podniku.

V Brně dne 31. května 2015

.....

## **Poděkování**

Rád bych tímto poděkoval vedoucímu mé diplomové práce Ing. Michalovi Karasovi, Ph.D. za cenné rady a připomínky, pomoc při vypracování a čas, který mi při zpracování této práce věnoval. Dále bych rád poděkoval panu Ing. Jánovi Liptákovi, finančnímu řediteli společnosti SCHENKER spol. s r. o., za spolupráci a poskytnutí informací potřebných ke zpracování práce.

Závěrem bych rád poděkoval svým rodičům, za jejich neutuchající podporu, kterou mi poskytovali po celou dobu studia.

# Obsah

Úvod .....	11
Cíle práce a metody zpracování .....	12
<b>1 Teoretická východiska ocenění podniku .....</b>	<b>14</b>
1.1 Vymezení pojmů .....	14
1.1.1 Definice podniku.....	15
1.1.2 Definice hodnoty podniku .....	15
1.2 Výčet předpisů užívaných k ocenění podniku .....	16
1.3 Kategorie (standarty) hodnoty.....	18
1.3.1 Tržní hodnota.....	18
1.3.2 Subjektivní (investiční) ocenění .....	19
1.3.3 Objektivizovaná hodnota .....	19
1.3.4 Kolínská škola.....	20
1.4 Standardizovaný postup ocenění podniku.....	21
1.5 Metody finančního ocenění podniku.....	22
1.6 Strategická analýza a sběr dat .....	23
1.7 Analýza finančního zdraví podniku .....	24
1.8 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná .....	27
1.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.....	28
1.9.1 Tržby.....	29
1.9.2 Marže provozního zisku.....	30
1.9.3 Pracovní kapitál .....	32
1.9.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku .....	33
1.9.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty .....	34
1.10 Finanční plán.....	35
1.11 Výnosové ocenění podniku .....	35
1.11.1 Metoda DCF .....	36
1.11.2 Metoda EVA .....	46
<b>2 Oceňovaný podnik - SCHENKER spol. s r. o. ....</b>	<b>49</b>
2.1 Vztahy ve společnosti .....	49
2.2 Produkty .....	50
2.3 Významní zákazníci .....	51
2.4 Strategie a investice.....	51



<b>3</b>	<b>Strategická analýza podniku .....</b>	<b>53</b>
3.1	Relevantní trh, jeho analýza a prognóza .....	57
3.1.1	Odhad velikosti trhu.....	58
3.1.2	Analýza atraktivity trhu .....	59
3.2	Analýza konkurence a konkurenční síly podniku .....	63
3.3	Prognóza tržeb.....	66
<b>4</b>	<b>Finanční analýza podniku.....</b>	<b>69</b>
4.1	Analýza základních účetních výkazů .....	69
4.1.1	Analýza majetku .....	69
4.1.2	Analýza zdrojů financování .....	70
4.1.3	Analýza výkazu zisku a ztráty .....	72
4.2	Analýza poměrových ukazatelů .....	73
4.2.1	Ukazatele likvidity .....	74
4.2.2	Ukazatele rentability .....	75
4.2.3	Ukazatele aktivity .....	76
4.2.4	Ukazatele zadlužení .....	77
4.3	Souhrnné indexy.....	77
4.4	Vyhodnocení finanční analýzy.....	78
4.4.1	Kladné stránky finanční pozice podniku .....	78
4.4.2	Záporné stránky finanční pozice podniku.....	79
4.4.3	Závěr .....	79
4.5	SWOT analýza .....	80
<b>5</b>	<b>Prognóza generátorů hodnoty .....</b>	<b>81</b>
5.1	Tržby .....	81
5.2	Zisková marže .....	81
5.3	Pracovní kapitál.....	84
5.4	Dlouhodobý majetek a investice .....	85
5.5	Provozně nutný investovaný kapitál .....	89
5.6	Předběžné ocenění.....	89
<b>6</b>	<b>Finanční plán .....</b>	<b>91</b>
6.1	Finanční analýza plánu.....	95
<b>7</b>	<b>Náklady kapitálu .....</b>	<b>97</b>
7.1	Náklady na cizí kapitál.....	97
7.2	Náklady na vlastní kapitál .....	97

<b>8 Výsledné ocenění podniku SCHENKER .....</b>	<b>101</b>
8.1 Ocenění podniku metodou DCF entity .....	101
8.2 Ocenění podniku metodou EVA .....	104
<b>Závěr .....</b>	<b>106</b>
<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>108</b>
<b>Seznam zkratek a symbolů.....</b>	<b>111</b>
<b>Seznam obrázků .....</b>	<b>113</b>
<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>114</b>
<b>Seznam příloh.....</b>	<b>117</b>
<b>PŘÍLOHY .....</b>	<b>118</b>

# Úvod

Ohodnocování podniků je v současné době stále více aktuálním problémem. V praxi existuje mnoho situací, kdy je třeba přistoupit ke stanovení hodnoty podniku. Jedná se především o situace fúzujících společností, změny právních forem podniků, přeměn či převzetí podniků a v neposlední řadě v případech akvizic a prodejů podniků. Též vlastníci si díky snaze o dlouhodobou maximalizaci tržní hodnoty podniku, přejí znát kromě účetní hodnoty též hodnotu podniku tržní, kterou se na základě identifikace klíčových generátorů hodnoty pokouší řídit a posouvat na co nejvyšší úroveň. Znalost aktuální hodnoty podniku představuje cennou informaci pro široké spektrum osob, od potenciálních investorů, až po management společnosti. Existuje celá řada postupů a standardů hodnoty, z nichž je vždy nutné využít standard s ohledem na účel ohodnocení podniku.

Předmětem ocenění této diplomové práce je podnik SCHENKER spol. s r. o., který působí na logistickém trhu zasílatelství, skladování a dopravy a to ke dni 31. 12. 2013. Hodnota je stanovena za účelem prodeje podniku blíže nespecifikovanému investorovi. Jelikož se jedná o ocenění objektivizovanou hodnotou, není v práci využíváno podnikových plánů a většina informací byla získána z veřejně dostupných zdrojů.

Proces oceňování podniku je komplexní, časově, informačně a nákladově náročná disciplína a i za snahy o maximální možný objektivní pohled odhadce je takřka vždy ovlivněn účelem ocenění a především subjektivním názorem samotného odhadce.

## Cíle práce a metody zpracování

Cílem této práce je stanovení hodnoty společnosti SCHENKER spol. s r. o. a to ke dni 31. 12. 2013. Dílčí cíle práce jsou uvedeny níže. [1, str. 53]

- Určení celkového výnosového potenciálu podniku na základě sestavení strategické analýzy.
  - Analýza vnějšího prostředí včetně stanovení relevantního trhu.
  - Analýza vnitřního prostředí.
  - Zhodnocení závěrů ve formě SWOT analýzy.
- Sestavení finanční analýzy podniku.
  - Vertikální a horizontální analýza účetních výkazů.
  - Analýza poměrových ukazatelů včetně srovnání s průměrnými hodnotami dosahovaných v odvětví.
  - Systematické ukazatele (Altmanův model pro nevýrobní podniky).
- Sestavení finančního plánu podniku pro roky 2014-2018.
  - Plánovaná rozvaha.
  - Plánovaný výkaz zisku a ztráty.
  - Plánovaný Cash Flow.
- Určení průměrných vážených nákladů kapitálu.
  - Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM).
- Samotná aplikace výnosových metod ocenění podniku.
  - Metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě „entity“ (DCF).
  - Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA).

Metody použité při zpracování této práce jsou uvedeny níže. [2, str. 26-27]

- **Historická metoda** – zkoumá a pozoruje vývoj předmětu nebo jevu a hodnotí proces vývoje od nejstaršího pozorovatelného období. Metoda je využívána pro poznání, pochopení a vysvětlení vývojových tendencí.
- **Analyticko-syntetická metoda** – kombinuje analýzu a syntézu, rozkládá celek na jednotlivé objekty, zkoumá vzájemné vztahy a vzájemné působení podstatných částí.

- **Logicko-systematická metoda** – znázorňuje základní prvky výchozí situace, na tyto váže nová fakta, která jsou analyzována a tím poskytují fakta nová.

# 1 Teoretická východiska ocenění podniku

Tato práce se zabývá stanovením objektivizované hodnoty podniku SCHENKER spol. s r. o. Ocenění je prováděno s vědomím podniku, který v době zpracování práce mění vlastnickou strukturu, je současně oceňován soudním znalcem a hodnota stanovená v této práci bude využita pro porovnání výsledků. Ocenění je stanoveno k 31. 12. 2013.

Ocenění by vždy mělo probíhat z nějakého relevantního důvodu a to nejen díky své finanční, ale také časové náročnosti. Je tedy zpravidla očekáváno, že ocenění přinese vůči vynaloženým prostředkům také nějaký užitek. Podnětů pro stanovení hodnoty podniku je možné vyčlenit velkou řadu a je tedy nutné tyto důvody alespoň částečně uspořádat. Literatura uvádí, že důvody ocenění se stěžejně dělí na důvody související se změnou vlastnictví nebo důvody, které se změnou vlastnictví nesouvisí. V následujících řádcích je uvedeno několik příkladů zmíněného stěžejního dělení: [1, str. 35-36]

## ***„Související s vlastnickou změnou:***

- *koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku,*
- *ocenění v souvislosti s fúzí,*
- *ocenění v souvislosti s rozdělením společností.*

## ***Nesouvisející s vlastnickou změnou:***

- *změna právní formy společnosti,*
- *ocenění v souvislosti se sanací podniku (z hlediska finančního je podnik vhodné sanovat především tehdy, když je likvidační hodnota podniku nižší, než hodnota podniku po sanaci snižená o další nutné kapitálové vklady).*

*V každém případě by u každého ocenění mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná, jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena a k jakému datu hodnota platí.*“ [1, str. 36]

## 1.1 Vymezení pojmů

Tato část práce pojednává o jednotlivých pojmech, které je třeba před počátkem každé práce definovat. Je třeba formulovat pojmy a základy, které budou v práci užívány.

Za důležité pojmy v rámci oceňování podniku je třeba považovat především samotný pojem podnik, hodnota podniku a hladiny, na kterých bude podnik oceněn.

### **1.1.1 Definice podniku**

Definice pojmu podnik se v literatuře na základě autora velmi liší. Pro účely oceňování je nejlepší volbou použít definici pojmu podnik, která je stanovena zákonem. Až do 31. 12. 2013 byla užívána definice uvedena v obchodním zákoníku. Daná definice zní následovně: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“ [3, §5, odst. (1)]

1. 1. 2014 však došlo ke změně a v platnost vstoupil zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, který je znám spíše pod názvem nový občanský zákoník, a tento pojem podnik definovaný v obchodním zákoníku nahrazuje pojmem obchodní závod. Definice obchodního závodu zní následovně: „*Obchodní závod je organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti. Má se za to, že závod tvoří vše, co zpravidla slouží k jeho provozu.*“ [4, §502]

V souvislosti s výše uvedenou definicí je nutné vzít v úvahu několik dalších skutečností. Jedná se zejména o fakt, že běžná podniková praxe a fungování společností s sebou přináší vznik a užívání závazků všeho druhu, které mají na hodnotu podniku nemalý vliv a je tedy nutné při oceňování hodnoty podniku vzít v úvahu i rozsah závazků. Dále je nutné vzít v úvahu synergický efekt a chápat podnik nejen jako soubor jednotlivých majetkových položek, ale jako funkční celek všech těchto položek, které mají ve vzájemné součinnosti jednoznačně vyšší hodnotu než jako jednotlivé položky a ve vzájemné kooperaci plní základní podnikový účel, tedy tvorbu zisku. [1, str. 15-16]

### **1.1.2 Definice hodnoty podniku**

Z hlediska definování pojmu hodnota podniku je nutné v první řadě určit, ze kterých skutečností hodnota vyplývá, a které skutečnosti na hodnotu mají a též nemají skutečný vliv. Je samozřejmostí, že je možné vyčíslit náklady, které byly vynaloženy na majetek, který se aktuálně v podniku nachází nebo za jaké náklady by bylo možné ho na trhu znovu pořídit, též je možné sledovat dosavadní ziskovost podniku, ale tyto

skutečnosti nejsou určujícími faktory při stanovení hodnoty podniku. Hodnotu je nutno chápat jako určitý vztah subjektu a objektu za předpokladu racionálního chování. [1, str. 20]

*„Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky:*

- *Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**. Užitná hodnota závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota.*
- *Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy **směnnou hodnotu**. Směnná hodnota vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.“* [1, str. 20]

Důležitým aspektem hodnoty je též budoucí doba, po kterou bude nějaký užitek (nejčastěji zisk) podnik přinášet. Standardně lze užitky přinášené fungujícím podnikem rozdělit na finanční a nefinanční, který umožňuje dosáhnout jiné atributy v lidské společnosti.

*„Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu.“* [1, str. 20]

### **Hladiny hodnoty podniku:**

Dle prof. Maříka lze podnik oceňovat na základě různých hladin: [1, str. 16]

- **Brutto hodnota** – je chápána jako hodnota podniku jako celku. Brutto hodnota představuje hodnotu pro věřitele i vlastníky.
- **Netto hodnota** – tato metoda ve své podstatě využívá ocenění vlastního kapitálu. Jedná se o ocenění hodnoty podniku na úrovni jeho vlastníků.

## **1.2 Výčet předpisů užívaných k ocenění podniku**

Za předpokladu řešení problematiky v rámci České republiky, je nutné zmínit, že v současné době oceňování probíhá především na základě ekonomické teorie, jelikož neexistuje žádný právní dokument nebo předpis, který by přímo upravoval oceňování



a potažmo byl pro oceňování podniku závazný. Existují však předpisy, které jistým způsobem ovlivňují oceňování například na základě definic pojmů atp. Tyto předpisy a též předpisy používané pro účely oceňování podniků v Evropské praxi a též praxi vybraných států jsou uvedeny níže: [1, str. 18-19]

## **1. Předpisy platné pro Českou republiku - (pro vymezený okruh případů)**

### **a) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR**

Aplikace tohoto zákona je možná pouze při oceňování v souladu se zákonem o konkurzu a vyrovnaní, dále zákonem o soudních poplatcích, zákonem o trojdani (dědické, darovací a z převodu nemovitostí, zákonem o správních poplatcích, zákonem o daních z příjmu a zákonem o dani z přidané hodnoty.

### **b) Metodický pokyn ZNAL České národní banky**

Aplikace výše uvedeného pokynu je určena pro oceňovatele podniků, pro znalecké posudky povinně předkládané České národní bance. Takové posudky jsou zpravidla prováděny na ocenění, pro porovnání a zjištění přiměřenosti ceny akcií, které jsou povinně nabízeny pro odkup minoritních podílů.

## **2. Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy:**

**a)** Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards) vydávány výborem pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC – International Valuation Standards Committee).

**b)** Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) vydávány skupinou asociací odhadců (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations).

Podobně jako je uváděno u předpisů platných pro Českou republiku jsou též tyto standardy spíše souborem definic a rámcových zásad a nezavazují k jednotnému postupu oceňování. Je nutné si uvědomit, že tyto předpisy jsou velmi obecné a to z toho důvodu, aby mohly být po určité úpravě použity v různých zemích a potažmo různých právních a ekonomických systémech. Tyto předpisy jsou též spíše zaměřené na oceňování nemovitostí a pro účely oceňování podniků je vhodné čerpat inspiraci z národních předpisů uvedených níže.

### 3. Národní standardy některých zemí

- a) Americké oceňovací standardy US PAP
- b) Německý standard IDW S1

Závěrem je nutno dodat, že s výše uvedenými předpisy nelze pracovat jako se statickými dokumenty, ale je žádoucí sledovat veškeré další úpravy, novelizace a nově vydané právní dokumenty nebo směrnice, které mohou mít na aplikaci a výklad těchto předpisů dopad. [1, str. 18-19]

## 1.3 Kategorie (standardy) hodnoty

Na základě výše uvedených skutečností je možné dále uvést několik kategorií (standardů) hodnoty podniku. Jednotlivé kategorie hodnoty vycházejí z výše zmíněných Mezinárodních oceňovacích standardů a jsou uváděny čtyři základní přístupy k oceňování podniku. Přístupy jsou uvedeny níže: [1, str. 22]

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota (investiční),
- objektivizovaná hodnota,
- kolínská škola.

### 1.3.1 Tržní hodnota

V současné době díky volnému pohybu kapitálu je tento za účelem dosažení vhodného umístění přeléván mezi jednotlivými kontinenty a zeměmi v podstatě bez omezení. Na dílčích trzích se poté setkávají investoři, uživatelé a další subjekty trhu se zcela odlišnými představami, zvyklostmi a znalostmi právní a ekonomické terminologie. Z tohoto důvodu je nutné definovat pojem tržní hodnota s důrazem na omezení nedorozumění mezi všemi uživateli a odhadcem. [5, str. 14]

Pro stanovení tržní hodnoty je vhodné položit si otázku: „*Kolik je ochoten zaplatit průměrný zájemce na trhu?*“ Pro účely této práce se jeví jako nejvhodnější uvést definici tržní hodnoty podle mezinárodních oceňovacích standardů, která zní následovně:

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi*

*samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“ [6, str. 82]

### **1.3.2 Subjektivní (investiční) ocenění**

Na podnik je třeba nahlížet jako na málo likvidní a jedinečné aktivum, které je na trhu velmi málo obchodováno a často se na podniky pohlíží jako na fixní aktiva, která bývají též jedinečná a málo obchodovaná. Z toho důvodu nelze uvažovat o možnosti, že v rámci podmínek České republiky je možné mluvit o existenci trhu s podniky. Z hlediska stanovování investičního ocenění je žádoucí tázat se: *„Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího?“*

Investiční hodnota dle Mezinárodních oceňovacích standardů je definována následovně: *„Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s trní hodnotou investičního majetku.*“ [6, str. 94]

Investiční hodnota nemůže být postavena na roveň hodnoty tržní. V podmínkách České republiky se odhadci v naprosté většině zaměřují na zjišťování tržní hodnoty, avšak některé posudky vyústí ve stanovení pouze hodnoty investiční. Toto je způsobeno tím, že investiční hodnota je ve velké míře zjišťována z údajů, které jsou ovlivněny subjektivními názory daného subjektu. Pokud odhadce přebírá informace od samotného subjektu (finanční plány, budoucí peněžní toky, atp.) a netestuje tyto na přiměřenost, nelze výslednou hodnotu označit za tržní, ale pouze za hodnotu investiční. [1, str. 27]

### **1.3.3 Objektivizovaná hodnota**

Na základě informací uvedených výše je zřejmé, že stanovení subjektivní (investiční) hodnoty podniku není znalostně příliš náročné, nemusí být založeno na reálných očekáváních, na předpokladu trvání podniku a neposkytuje jistotu nezpochybnitelnosti výsledné hodnoty. Zejména z těchto důvodů se odhadci snažili zavést tzv. „objektivizovanou“ hodnotu, která umožňuje profesionálním odhadcům lépe uplatnit své zkušenosti a poskytuje jim více prostoru pro výkon vlastního povolání,

jelikož pouze profesionální odhadce je schopen tuto hodnotu stanovit. Objektivizovaná hodnota by měla být považována za hodnotu nespornou a nezpochybnitelnou, za což se investiční hodnota označit nedá. [1, str. 27-28]

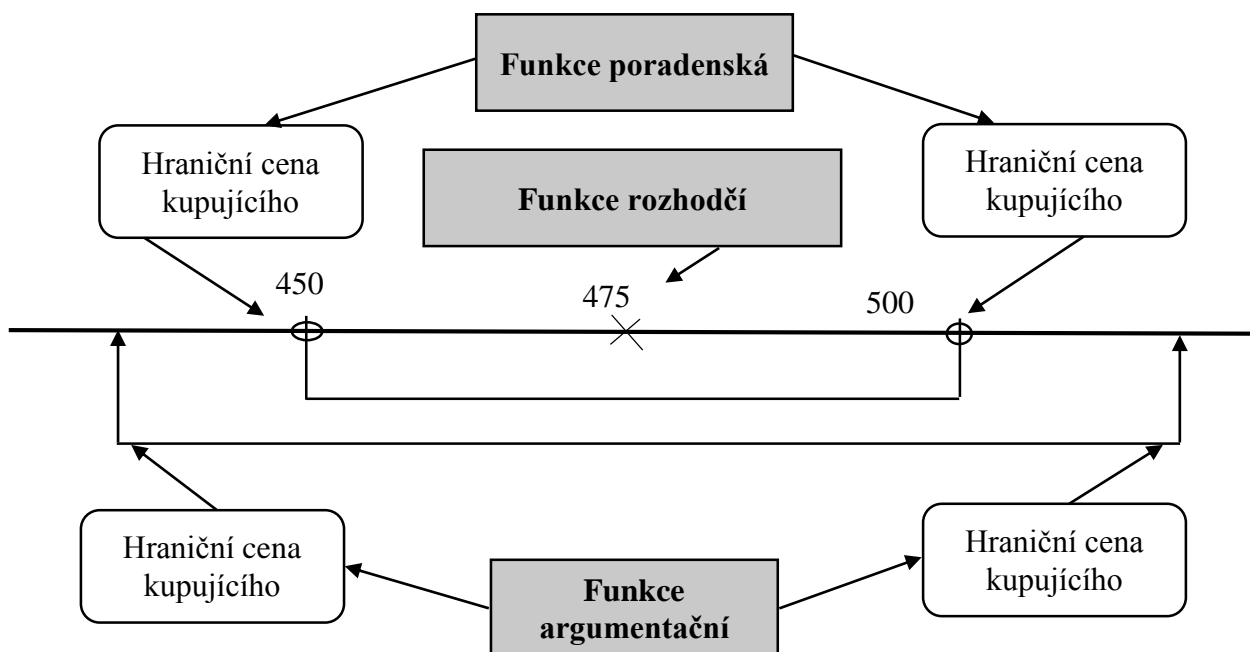
Objektivizovaná hodnota je dle německých oceňovacích standardů definována následovně: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“. [7]

### 1.3.4 Kolínská škola

Kolínská škola je založena na protichůdných očekáváních o výše hodnoty podniku subjektu, který uvažuje o koupi podniku a subjektu, který podnik prodává. Tento přístup je založen na obecných funkcích, které přináší ocenění pro jeho uživatele. Na základě přístupu Kolínské školy, jsou definovány základní funkce oceňování a oceňovatele, které jsou uvedeny níže: [1, str. 30]

- poradenská,
- rozhodčí,
- argumentační,
- komunikační
- daňová.

Název každé výše uvedené funkce definuje její obsah a především účel, ke kterému jsou informace o hodnotě podniku zjišťovány. Za nejvýznamnější je považována funkce poradenská, která poskytuje oceňování tzv. hraničních hodnot. Hraničními hodnotami je vymezen prostor pro jednání o výsledné hodnotě (ceně) podniku a to za předpokladu, že kupující má hraniční hodnotu vyšší než prodávající. Tento prostor je ohraničen **cenou maximální**, kterou konkrétní kupující ještě stále může (je ochoten) zaplatit a **cenou minimální**, za kterou konkrétní prodávající stále může (je ochoten) podnik prodat. Na následujícím schématu jsou uvedeny hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy: [1, str. 31]



Obrázek č. 1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy, Zdroj: [1, str. 31]

## 1.4 Standardizovaný postup ocenění podniku

Jak již bylo zmíněno v úvodu této práce, na počátku oceňování je nutné určit základní cíl oceňování (proč bude oceňování prováděno) a dále jaká hodnota by měla být oceňováním dosažena. Další kroky jako volba metod a technik je podřízeno právě důvodům oceňování podniku. [1, str. 36]

Níže je uveden velmi obecný postup pro stanovování hodnoty podniku, bez ohledu na přístup nebo druh metody oceňování: [1, str. 36]

### 1. Strategická a finanční analýza podniku

Nedílnými předpoklady každého oceňování hodnoty podniku, bez ohledu na metody ocenění, je sestavení strategické a finanční analýzy z důvodu odhalení všeobecného stavu podniku, jeho konkurenční síly, postavení na trhu a především schopnosti dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu.

### 2. Volba metody ocenění

Volba metody ocenění podniku podléhá předchozímu kroku, jelikož každé oceňování sleduje jiný cíl, vychází z jiných předpokladů a z jiných vstupních podmínek podniku a je proto vhodné zvolit optimální metodu, která bude

odpovídat právě subjektivně zvolenému cíli oceňování. V případě spojování podniků, je žádoucí v první řadě podnik ocenit za předpokladu, že ke spojení nedojde a teprve následně stanovit hodnotu efektu synergie po spojení podniků.

## **1.5 Metody finančního ocenění podniku**

V návaznosti na předchozí kapitolu jsou dále uvedeny jednotlivé metody finančního ocenění podniku, které má za cíl ocenit hodnotu pomocí peněžní částky. Jak již bylo zmíněno výše, volba metody oceňování se odvíjí od cílů a funkcí, které jsou na ocenění kladeny. Prof. Mařík uvádí, že existují v zásadě tři okruhy oceňovacích metod a to výnosové, tržní a majetkové metody, a že „*nejvhodnější je použít všechny základní metody přičemž výsledné ocenění je tvořivou syntézou jejich výsledků.*“ [1, str. 36-37]

Jednotlivé metody jsou uvedeny níže: [1, str. 37]

### **1. Výnosové metody**

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) výnosové metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

### **2. Tržní metody**

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

### **3. Majetkové ocenění**

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Literatura též uvádí, že na základě daného účelu ocenění je vhodné určit nejen metodu ocenění, ale i její vhodnou modifikaci. [1, str. 37]

## **1.6 Strategická analýza a sběr dat**

Prof. Mařík uvádí, že „*strategická analýza je klíčová fáze oceňovacího procesu, kterému však v naší praxi není zatím věnována odpovídající pozornost.*“ Stěžejní funkcí strategické analýzy je stanovit výnosový potenciál oceňované společnosti, který se odvíjí od vnitřního (silné a slabé stránky) a vnějšího (šance a rizika) potenciálu podniku. Samotná strategická analýza a její kvalitní zpracování je považováno za jeden z hlavních determinantů obhajitelnosti výsledné hodnoty ocenění podniku a z tohoto důvodu je velmi vhodné, aby tato analýza končila konkrétními výsledky z oblastí dlouhodobé perspektivy podniku, vývoje tržeb a v neposlední řadě s riziky, která jsou spojená se samotným podnikem a též s trhem, na kterém podnik působí. [1, str. 56-]

Strategická analýza a potažmo samotné oceňování hodnoty podniku vždy musí vycházet z relevantních dat, která má odhadce k dispozici. Nejdůležitější oblasti sběru dat bez hlubšího dělení jsou uvedeny níže: [1, str. 54]

- základní data o podniku,
- ekonomická data,
- relevantní trh,
- konkurenční struktura relevantního trhu,
- odbyt a marketing,
- výroba a dodavatelé,
- pracovníci.

Podle literatury je možné rozdělit strategickou analýzu do tří dílčích kroků uvedených níže: [1, str. 58]

- Relevantní trh, jeho analýza a prognóza (vnější potenciál)
- Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
- Prognóza tržeb oceňovaného podniku (výsledek předchozích)

Všeobecně je žádoucí u strategické analýzy postupovat co možná nejúplněji a nejpresněji. Jak již bylo uvedeno výše, strategická analýza tvoří pevný základ, jak pro samotné oceňování, tak pro následné obhajování výsledné hodnoty ocenění.

## 1.7 Analýza finančního zdraví podniku

Úlohou analýzy finančního zdraví podniku a potažmo finanční analýzy je především získat podrobné informace a data o finančním zdraví podniku, v jakém stavu se v době oceňování podnik nachází a jaký vývoj se dá v podniku v budoucnu předpokládat. Žádný investor nevloží vlastní prostředky do společnosti, ve které si není jist jejím finančním zdravím, jelikož očekává návratnost a zhodnocení vložených prostředků. Výsledky finanční analýzy budou využity pro posouzení hospodaření podniku a v neposlední řadě k identifikaci rizik, které plynou z běžného provozu dané společnosti. Finanční analýza též slouží jako jeden z podkladů pro posuzování rizika provozního a finančního v návaznosti na stanovení diskontní míry podniku. [5, str. 39]

Hlavními vstupy (účetní výkazy) pro provedení finanční analýzy jsou: [5, str. 39]

- rozvaha,
- výkaz zisků a ztrát,
- výkaz cash flow.

Finanční analýza by dle prof. Maříka měla plnit dvě stěžejní funkce: [1, str. 96]

- zjištění informací o **finančním zdraví** podniku,
- tvorba základů pro **finanční plán**.

Analýza finančního zdraví podniku stanovuje aktuální finanční situaci podniku, historický vývoj a možný vývoj do budoucnosti. Základy pro tvorbu finančního plánu však poskytují informace z minulosti podniku, ze kterých se snažíme získat co možná nejlepší a nejvěrohodnější základ pro plánování stěžejních veličin. Finanční analýza se samozřejmě neskládá z obvyčejného výpočtu a sestavení vybraných ukazatelů, ale je nutné sledovat vztahy mezi těmito ukazateli a zaměřit se na vhodnou interpretaci výsledků, které se mohou promítnout do celkového ocenění podniku. Postup finanční analýzy lze shrnout do následujících kroků: [1, str. 96-109], [8, str. 161-175]



## **1. Prověření úplnosti a správnosti vstupních dat**

Je naprostou nutností ověřit správnost, průkaznost a úplnost účetních výkazů. Pokud by tento předpoklad (především správnost) nebyl naplněn, nemá žádný smysl finanční analýzu provádět, jelikož získané výsledky nebudou odpovídat skutečnému ekonomickému stavu podniku. Nejlepší volbou je z hlediska prověření vstupních dat využít služeb auditora.

## **2. Sestavení analýzy základních účetních výkazů**

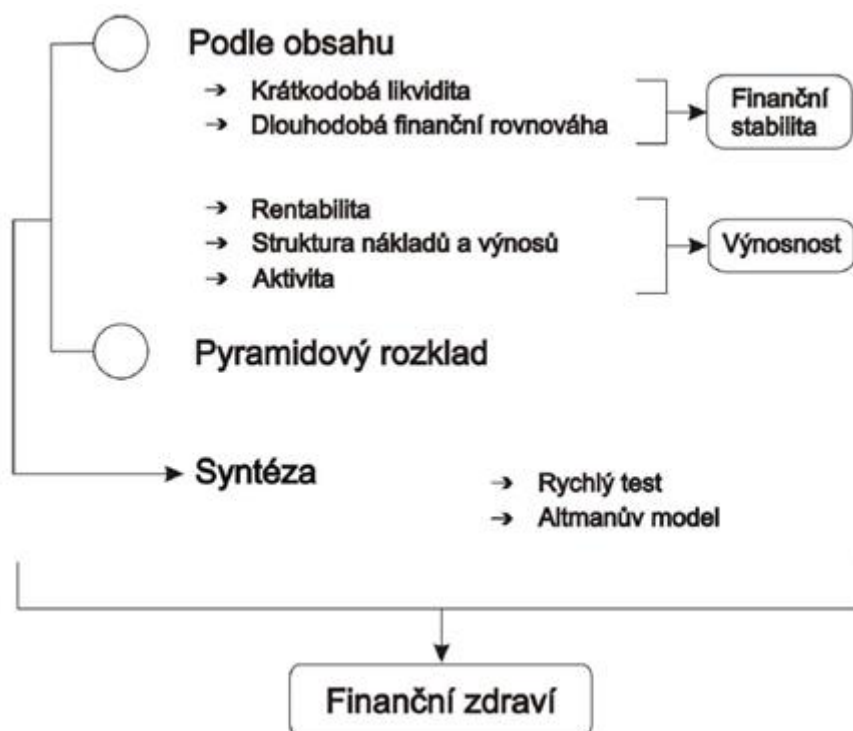
Při provádění prvotní analýzy účetních výkazů, tedy rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash flow, je žádoucí nezaměřovat se pouze na jednotlivé absolutní hodnoty zapsané ve výkazech, ale především sledovat vztahy mezi těmito hodnotami a možnost jejich vzájemného ovlivňování. Podrobnější popis a postup bude uveden v dalších kapitolách práce.

## **3. Výpočet a vyhodnocení poměrových ukazatelů**

Pro potřeby finanční analýzy je nutné jednotlivé hodnoty postavit do vzájemného poměru. Ukazatele jsou dle literatury často členěny do skupin, které se zabývají určitou finanční stránkou podniku. Podrobnější rozpis a vzorce pro výpočet ukazatelů budou uvedeny v dalších kapitolách. Dělení ukazatelů dle doc. Scholleové je uvedeno níže: [8, str. 175]

- ukazatele rentability,
- ukazatele likvidity,
- ukazatele aktivity,
- ukazatele zadluženosti,
- ukazatele kapitálového trhu.

Struktura a celková logika analýzy poměrových ukazatelů chápané dle prof. Maříka je uvedena níže:



Obrázek č. 2 Rozbor poměrových ukazatelů, Zdroj: [1, str. 103]

#### 4. Zpracování souhrnného hodnocení o dosažených poznatcích.

Samotný závěr finanční analýzy sestává z výsledků jednotlivých stránek analýzy, z nichž je téměř vždy nějaká stránka analýzy v horším stavu. Zpravidla se nestává, aby podnik vynikal, ve všech stránkách finanční analýzy. Závěr analýzy by měl být však jednoznačný a tedy sdělení stanoviska, zda podnik je nebo není finančně zdravý a zda lze s jeho existencí počítat i do budoucna. V případě, že podnik není finančně zdravý, samotné ocenění by se mělo omezit na zjištění likvidační hodnoty podniku. Pro případ finančního zdraví je naplněn předpoklad pro užití výnosových metod ocenění.

Celkové závěry finanční analýzy mohou být vyneseny finančním analytikem s dostatečnými zkušenostmi, který vynáší verdikt na základě intuice anebo je možné použít zvolený algoritmus a závěr podložit číselným výsledkem.

## **1.8 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná**

Úvodem je nutné definovat provozně nutné a provozně nenutné aktivum. Prof. Mařík uvádí, že provozně nutné aktivum je takové aktivum, které je nezbytné pro základní fungování podniku a jeho běžnou činnost, naopak za aktivum provozně nenutné (neprovozní) je považováno aktivum, které není nezbytně nutné pro základní činnost podniku. Aktiva by měla být rozdělena na provozně nutná a nenutná u většiny metod pro oceňování podniku a zároveň je žádoucí vyřadit z celkových výnosů a nákladů výnosy a náklady, které s provozně nenutnými aktivy souvisí. [1, str. 118-119]

Toto dělení probíhá z několika důvodů. Určité části majetku mohou být sice zahrnuty v majetku podniku, ale nemusí z nich nutně plynout jakýkoli příjem a je tedy vhodné takový majetek považovat za provozně nenutný. Další možností členění je riziko spojené s příjmy z určitých druhů majetku. Pokud je riziko spojeno s příjmy z neprovozního majetku odlišné od rizika spojeného s příjmy z provozního majetku, je též vhodné neprovozní označit za nenutný. Oceňování obou druhů aktiv bude následně prováděno jiným přístupem a budou též použity jiné metody. Samozřejmě, že do celkového ocenění hodnoty podniku musí být zahrnuty obě skupiny aktiv, ale je nutné ocenit každou skupinu zvlášť na základě její specifické podoby a výsledné hodnoty poté sečíst v celkové ocenění hodnoty podniku. [1, str. 118-119]

Níže jsou uvedena častá provozně nenutná aktiva bez podrobnějšího dělení:

- krátkodobý finanční majetek,
- dlouhodobý finanční majetek,
- ostatní provozně nepotřebná aktiva.

Po rozčlenění aktiv na provozně nutná a nenutná následují tyto kroky: [1, str. 122-124]

### **1. Provozně nutný investovaný kapitál**

Provozně nutný investovaný kapitál je v podstatě vyčíslený kapitál, který byl v minulých letech investován do aktiv provozně potřebných. Odhadci poskytuje hodnotové vyjádření jednotlivých skupin, které vzešly z předchozích kroků (rozdělení na provozně nutná a nenutná aktiva), a zároveň je fundamentálním východiskem pro následující propočty oceňování hodnoty

podniku. Celkovou hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu je možné zjistit součtem provozně nutného dlouhodobého majetku s provozně upraveným pracovním kapitálem. Podrobnější postup a dělení bude uveden v dalších kapitolách. Níže uvádím obecný postup zjištění provozně nutného investovaného kapitálu:

- Vyřazení provozně nenutné položky z aktiv.
- Vyřazení závazků, na které nelze přesně vyčíslit náklady, z oběžných aktiv. Po této úpravě se již pracuje s upraveným pracovním kapitálem.

## 2. Korigovaný provozní výsledek hospodaření

Základem k tomuto kroku jsou předchozí analýzy a zjištění provozně nenutných aktiv v podniku. Tyto aktiva jsou dále zkoumána a je zjišťováno, zda se k těmto pojí náklady nebo výnosy, které jsou vykazovány v rámci výsledovky. Tyto výnosy a náklady je nutné vyřadit z výsledků hospodaření (v tomto případě je nejvhodnější pracovat s provozním výsledkem hospodaření). Po odečtení a přičtení příslušných položek uvedených níže je získán tzv. **korigovaný provozní výsledek hospodaření**, který je generován provozně nutným investovaným kapitálem. Níže jsou uvedeny příklady položek, které je nutné od výsledku hospodaření odečíst anebo naopak přičíst:

### Odečítané:

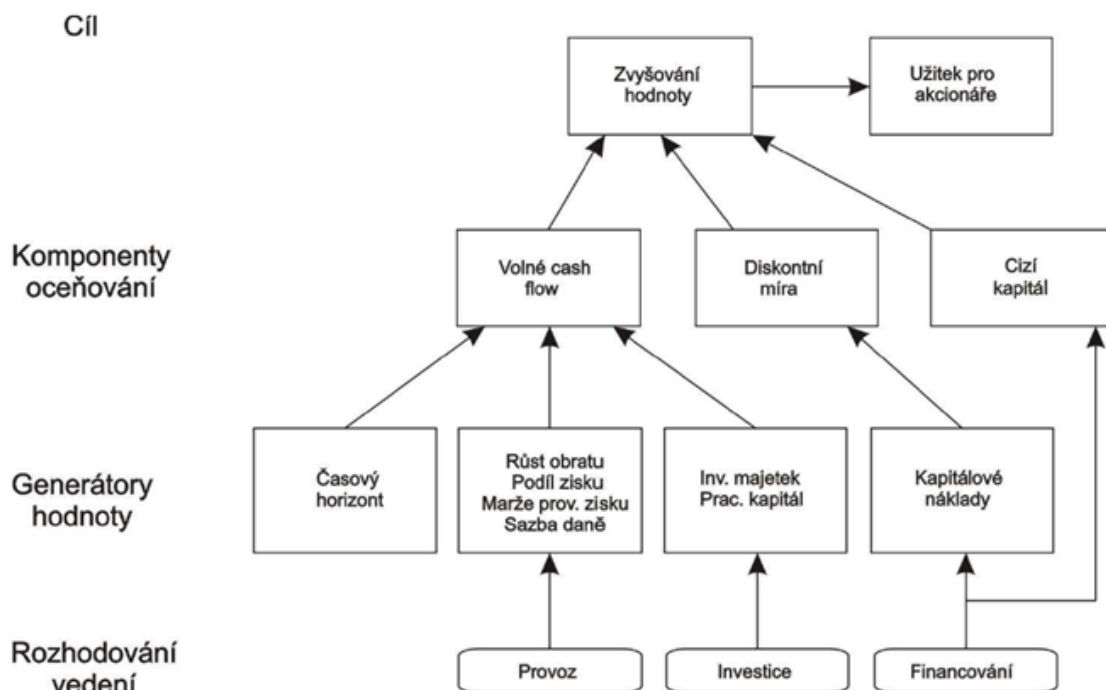
- zisky z prodeje majetku,
- odpisy budov a zařízení nesloužící k hlavní činnosti podniku.

### Přičítané:

- výnosy z cenných papírů,
- finanční náklady související s majetkem provozně nutným.

## 1.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Dle prof. Maříka jsou generátory hodnoty definovány jako „soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.“ [1, str. 125]



Obrázek č. 3 Generátory hodnoty, Zdroj: [1, str. 125]

Důvody pro zavádění pojmu generátor hodnoty: [1, str. 126]

- Při oceňování podniku je nutné stanovit veličiny, které mají v daném konkrétním případě silný dopad jeho hodnotu. Úkolem analýzy generátorů hodnoty je určit tyto stěžejní veličiny a věnovat jim větší pozornost, jelikož právě tyto rozhodujícím způsobem ovlivňují hodnotu podniku.
- Analýza generátorů hodnoty též poskytuje detailnější pohled do minulosti podniku s vazbou na zjištění generátorů, které mají nejsilnější dopad na tvorbu hodnoty.
- Zjištěné generátory hodnoty a jejich prognóza jsou též fundamentální částí finančního plánu podniku, který by měl následně pouze rozvádět jednotlivé generátory hodnoty a určovat reálnost daného zjištění.

### 1.9.1 Tržby

Tržby jsou považovány za jeden z nejvýznamnějších generátorů hodnoty. Při analýze tržeb, jako generátoru hodnoty bychom měli již mít základy ze strategické analýzy a to v podobě projekce budoucího vývoje tržeb. S tímto předpokladem je nutné dále pracovat a pokud možno ho co nejvíce upřesnit na základě dostupných informací,

alespoň pro časově dohledné období. Základ vývoje tržeb do budoucnosti je možno korigovat např. o potřebné investice, jejich financování atp. [1, str. 126]

### 1.9.2 Marže provozního zisku

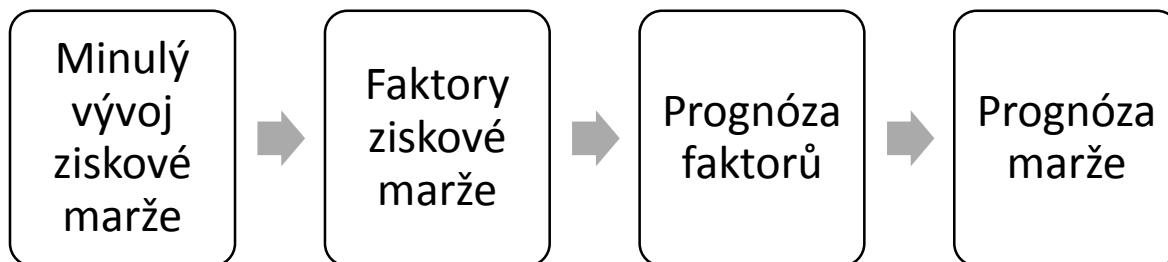
Provozní zisková marže je dalším významným východiskem pro výsledné ocenění podniku. Je druhým významným generátorem hodnoty, a je tedy nutné se na tento generátor náležitě zaměřit. Prof. Mařík definuje provozní ziskovou marži následovně: [1, str. 127]

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní VH před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Výsledek hospodaření není možné stanovit jako rozdíl odhadnutého vývoje a tržeb a nákladů, ale je nutné zpracovat dvě prognózy ziskové marže a postupně obě prognózy ladit. Zmíněné prognózy jsou uvedeny níže: [1, str. 127-129]

#### 1. Prognóza ziskové marže shora

Prognóza shora je založena na historickém vývoji ziskové marže a na něj navazující vývoj budoucnosti, který je odhadován a zdůvodněn právě na základě historie. Tato prognóza je považována za základní projekci provozní ziskové marže.



Obrázek č. 4 Prognóza ziskové marže, Zdroj: [1, str. 128]

#### 2. Prognóza ziskové marže zdola

Obecný postup prognózy ziskové marže zdola, je uveden níže:

- Sestavení prognózy hlavních provozních nákladových položek, které mohou být založeny na prognóze ve formě

podílu na tržbách. Jedná se např. o náklady na prodané zboží, výkonovou spotřebu atp.

- Předchozí bod je vhodné doplnit i o další provozní náklady a výnosy, které nemají takový význam, jako náklady z bodu předchozího.
- Odečtení výnosů a nákladů a zjištění korigovaného provozního zisku.
- Z tržeb a zisku zjištěného v bodě uvedeném výše, je již možné dopočítat ziskovou marži.

Celkem jsou tedy získány dvě prognózy ziskové marže, které se velmi pravděpodobně budou svými výsledky lišit. Jak bylo zmíněno v textu výše, je nutné v dalších krocích provádět porovnání a korekce obou dosažených hodnot až do dosažení shody. „*Výsledkem tohoto postupu by měla být prognóza ziskové marže dobře podložená a zdůvodněná postavením podniku a zároveň reálně vyhlížející prognóza nákladových položek, která umožní sestavit kompletní plánovanou výsledovku.*“

Další součástí je analýza hlavních faktorů, které budou mít na provozní ziskovou marži pravděpodobný dopad do budoucna a též zjištění jaký tento dopad pravděpodobně bude. Za jeden ze stěžejních faktorů je v tomto smyslu považována intenzita konkurence. Tato práce se nezabývá detailní analýzou intenzity konkurence, je však třeba zmínit alespoň základní body, které je vhodné si při analýze uvědomit: [1, str. 131]

- intenzivní přímá konkurence snižuje ziskovou marži, a zmírnit tento dopad lze pouze silnou konkurenční výhodou,
- dopad vzájemných vztahů mezi podnikem, dodavateli a odběrateli. Za příznivé situace je možné, aby podnik částečně přenášel na tyto skupiny své ekonomické problémy,
- vysoké zisky a vysoká přidaná hodnota, nemusí být pro podniky vždy výhodou, jelikož takové odvětví bude vysoce atraktivní pro nové konkurenty a riziko jejich vstupu velmi vysoké.

### 1.9.3 Pracovní kapitál

Pojem pracovní kapitál ve smyslu, který je užíván pro účely této práce, se neshoduje s pojmem pracovní kapitál, který je používán jako ukazatel pro účely finanční analýzy. Pro účely této práce bude pracováno s pojmem pracovní kapitál jako součástí provozně nutného investovaného kapitálu, jak bylo zmíněno v kapitolách výše. K dosažení výše zmíněné úpravy je třeba provést dvě základní modifikace původního „pracovního kapitálu“.

#### 1. Část úpravy pracovního kapitálu

Tabulka č. 1 Úprava pracovního kapitálu, Zdroj: [1, str. 132-133]

	Krátkodobý finanční majetek
+	Zásoby
+	Pohledávky
-	Neúročené závazky
+	Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)
+	Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)
=	<b>Pracovní kapitál</b>

#### 2. Část úpravy pracovního kapitálu

Všechny výše uvedené veličiny jsou započítány jen v takové výši, kterou vyžaduje základní činnost podniku. (Není nutné do krátkodobého finančního majetku zahrnovat peněžní prostředky, které nejsou potřebné pro hladký chod podniku).

Je důležité zmínit, že analýza a prognóza by se neměla zaměřovat na pouhé odhady tempa růstu na základě historických informací, ale je třeba vzít v úvahu další faktory, které na budoucí hodnoty budou mít dopad. Tento přístup je nutné uplatňovat především u plánování zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Níže je uveden obecný postup plánování pohledávek, zásob a závazků bez detailnějšího rozpracování: [1, str. 133-135]

- Historická analýza náročnosti výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu.
- Identifikace hlavních příčin vývoje těchto složek.



- Stanovení možného působení identifikovaných faktorů v budoucnosti a odhad náročnosti výkonů na položky pracovního kapitálu.

### 1.9.4 Investice do dlouhodobého provozně nutného majetku

Plánování investic je jednou z nejobtížnějších složek analýzy generátorů hodnoty. Podobně jako bylo zmíněno výše v kapitole pracovní kapitál, se v případě dlouhodobého majetku jedná o majetek, který je součástí provozně nutného investovaného kapitálu. Problémem při prognóze investic je skutečnost, že investice se téměř nikdy nevyvíjejí plynulým způsobem. V současné době je též žádoucí mluvit o investicích jako o investicích v nejširším slova smyslu, tedy ne pouze o investicích do majetku, ale též do výzkumu, lidského kapitálu atp. Východiskem analýzy investic je také historický vývoj, avšak je třeba tento vývoj doplnit o míru využití kapacit. Stručný popis jednotlivých přístupů plánování investiční náročnosti je uveden níže: [1, str. 136-138]

#### 1. Globální přístup

Globální přístup je vhodné využít v případě, že v podniku se u investic objevuje jistá míra stability a průběžného charakteru. Postup tohoto přístupu je založen na analýze využití majetku ve vztahu k tržbám. Níže jsou uvedeny postupy pro výpočet jednotlivých koeficientů náročnosti růstu tržeb ( $k_{DMx}$ ) a zisku ( $k_{DMz}$ ) na růst investičního majetku:

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{tržeb}}$$

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{korigovaného provozního zisku}}$$

Výše zmíněné koeficienty by měly být propočítány za období minimálně několika let, jak na základě dat historických, tak na základě dat dostupných z podobných společností.

#### 2. Přístup dle hlavních položek

Přístup dle hlavních položek je vhodné použít pouze pro blízké časové období. Základem pro tento přístup jsou podnikové investiční plány, které by měly být doplněny o reálné výhledy výkonů a analýzu efektivnosti.

### 3. Přístup založený na odpisech

*„Základem tohoto přístupu je předpoklad, že investice pod úrovní odpisů, které jsou ještě třeba propočteny ze starších historických cen, budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu.“* Odhadování investiční náročnosti je jednou z nejsložitějších částí analýzy generátorů hodnoty a možná i z tohoto důvodu této oblasti není doposud věnována adekvátní pozornost. Je důležité si uvědomit, že investice a potažmo schopnost podniku na investice vydělat jsou fundamentálním předpokladem pro přežití podniku. [1, str. 138]

#### 1.9.5 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

Za předpokladu, že pilotní generátory hodnoty jsou založeny na dostatečně propracované finanční analýze, lze podnik předběžně ocenit již pouze na základě těchto generátorů a to na principu peněžních toků. Prof. Mařík uvádí pro obecný postup ocenění podniku na základě generátorů hodnoty následující postup: [1, str. 147]

$$FCF_t = X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMx})$$

Za předpokladu:

<b>FCF<sub>t</sub></b> =	Korig. Provozní zisk po dani – Přírůstek prac. kapitálu a dl. majetku,
<b>X</b> =	velikost tržeb za zboží a vlastní výroby,
<b>g</b> =	tempo růstu tržeb,
<b>r<sub>ZPx</sub></b> =	provozní zisková marže propočtená z korigovaného VH
<b>d</b> =	sazba daně z korigovaného VH
<b>k<sub>WC</sub></b> =	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu
<b>k<sub>DMx</sub></b> =	koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku
<b>t</b> =	rok.

Klíčovými veličinami pro ocenění hodnoty podniku jsou především  $g$ ,  $r_{ZPx}$ ,  $k_{WC}$  a  $k_{DMx}$ . Následné ocenění na základě odhadu výnosové hodnoty podniku je uvedeno níže: [1, str. 147]

$$H_b = \frac{X_{t-1} * (1 + g) * r_{ZPx} * (1 - d) - X_{t-1} * g * (k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g}$$

## 1.10 Finanční plán

Finanční plán je základním stavebním kamenem pro ocenění hodnoty podniku některou z výnosových metod a skládá se z hlavních účetních výkazů. Oceňovatel by měl při zpracování finančního plánu spolupracovat s oceňovanou společností a v žádném případě nepřebírat hotový plán vypracovaný samotnou společností. Je třeba, aby se oceňovatel zamyslel nad jednotlivými vazbami a uvědomil si, zda je vůbec podnikem zpracovaný finanční plán reálný. Základem finančního plánu se stávají položky uvedené níže, zjištěné při předchozím zjišťování analýzy a prognózy generátorů hodnoty: [1, str. 149-150]

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a provozní zisk.
- Plán výše zásob, pohledávek a závazků.
- Prognóza investic do dlouhodobého majetku.

Nejdůležitějšími metodami sestavování finančních plánů podle jsou Grünwalda a Holečkové metody uvedené níže: [10, str. 244-245]

- Metoda procentního podílu na tržbách.
- Metoda úměrnosti dle vývoje tržeb.

Po úspěšném sestavení finančního plánu podniku oceňovatel volí metodu (nejčastěji výnosového typu) ocenění a následuje ocenění samotné.

## 1.11 Výnosové ocenění podniku

Existuje řada metod oceňování podniku založena na výnosech. Východiskem pro zdárné zpracování všech těchto metod je, že výsledná hodnota je založena na očekávaném celkovém užítku, který má daný statek (podnik) přinést za celou dobu své předpokládané

existence. V případě oceňování podniku, je tento užitek reprezentován zpravidla ziskem, finančními toky anebo dividendami. [9, str. 148]

V podmínkách současné praxe České republiky je z výnosových metod zpravidla nejvíce užívanou metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), i když za nejvíce vhodnou metodou pro naše podmínky je považována metoda kapitalizovaných zisků, která je více založena na účetních principech. Dle prof. Maříka existují následující metody ocenění na základě analýzy výnosů: [9, str. 148], [1, str. 163]

- metoda DCF,
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinující ocenění výnosové a majetkové.

### **1.11.1 Metoda DCF**

Základní metodou všech metod založených na analýze výnosů je metoda DCF. Tato metoda získala své silné postavení právě díky faktu, že pracuje s očekávanými příjmy podniku a tedy reálným vyjádřením užitku, který plyne držiteli statku (podniku). Dle prof. Maříka existují pro výpočet metody DCF následující tři techniky: [1, str. 164-165]

- metoda „entity“ (podnik),
- metoda „equity“ (vlastní kapitál),
- metoda „APV“ (upravená současná hodnota).

Základním úkolem všech výše uvedených metod je vykalkulovat výši „čistého obchodního majetku“ ve smyslu, ve kterém ho definuje obchodní zákoník, jak je uvedeno v kapitolách uvedených výše. V této bude pojednáno pouze o metodě DCF entity, jelikož tato je dostačující pro provedení ocenění a určení hodnoty podniku. Za předpokladu použití výše uvedené metody, oceňovatel oceňuje ve dvou krocích. V prvním kroku je nutné zjistit brutto hodnotu podniku (diskontované peněžní toky dostupné pro vlastníky, věřitele) a dále odečíst hodnotu cizího kapitálu evidovaného v účetnictví podniku ke dni ocenění. Výsledkem těchto kroků je zjištění netto hodnoty (hodnota vlastního kapitálu). Před počátkem samotného oceňování metodou DCF je nutné zajistit podklady, zmíněné v kapitolách výše. Jedná se zejména o výsledek strategického ocenění, finanční analýzu

a finanční plán. Výsledkem diskontování peněžních toků na základě metody DCF je hodnota podniku, ovšem v tomto smyslu je třeba chápat jako entitu ne pouze na úrovni bilanční sumy, ale na úrovni investovaného kapitálu. [1, str. 165- 218], [9, str. 104-114]

## 1. Investovaný kapitál

Metoda DCF je založena na diskontování budoucích cash flow, ze kterých je oceněna hodnota investovaného kapitálu. Pro základní výpočet investovaného kapitálu je třeba provést několik kroků a úprav. Základní úpravou je úprava rozvahy, kde je nutné: [1, str. 165-169]

- zjistit náklady na investovaný kapitál,
- upravit bilanční sumu rozdělením aktiv na provozně nutná a nenutná.

Je důležité mít na paměti, že „*Způsob vymezení provozního investovaného kapitálu a neprovozního majetku má zásadní význam pro způsob výpočtu volných peněžních toků.*“ [1, str. 169]

## 2. Peněžní toky pro metodu DCF entity

Pro potřeby oceňování podniku a zjištění volných peněžních toků není vhodná žádná z variant prognózy cash flow, které již byly získány při zpracování finančního plánu. Je žádoucí zjistit, jakou sumu peněz lze z podniku odejmout, za předpokladu zachování jeho běžné činnosti a vývoje. Tuto suma je označována jako volné cash flow (FCF) a u metody DCF entity je používán pojem volné peněžní toky do firmy (FCFF).

**Tabulka č. 2 Výpočet volného cash flow, Zdroj: [1, str. 170]**

<b>1.</b>	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH <sub>D</sub> )
<b>2.</b>	- Upravená daň z příjmů (=KPVH <sub>D</sub> x daňová sazba)
<b>3.</b>	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních (KPVH)
<b>4.</b>	+ Odpisy
<b>5.</b>	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
<b>6.</b>	= Předběžný peněžní tok z provozu
<b>7.</b>	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
<b>8.</b>	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
<b>9.</b>	= <b>Volný peněžní tok (FCF)</b>

- **Korigovaný provozní VH pro výpočet FCFF**

Korigovaný výsledek hospodaření pro výpočet FCFF se skládá z provozního VH, finančního VH a mimořádného VH. Pro zjištění celkového korigovaného VH je nutné dodržet následující zásady:

- Neodečítat náklady na cizí kapitál.
- Odečíst jednorázové položky.
- Odečíst výnosy a náklady z provozně nenutného majetku.

Pro příklad jsou nejtypičtější úpravy provozního VH na korigovaný VH uvedeny v tabulce níže:

**Tabulka č. 3 Úprava VH na korigovaný VH, Zdroj: [1, str. 174]**

Provozní VH (z výsledovky)
- Provozní výnosy jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Provozní náklady jednorázové a nesouvisející s provozním majetkem
+ Výnosy z finančních investic a výnosové úroky, pokud plynou z provozně nutného majetku
- Finanční náklady související s provozně potřebným majetkem
<b>= Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>

- **Investice pro výpočet FCFF**

Platí zásada, že podnik by měl investovat do své činnosti pouze a jedině u projektů, které mají dle plánu kladnou čistou současnou hodnotu. Investicemi, které jsou uvedené v tabulce pro výpočet FCF jsou považovány za brutto investice. Brutto investice se skládají z odpisů a rozšiřovací část investic, tedy netto investic. Aby bylo možné zjistit hodnotu investic za účelem výpočtu FCF, je vhodné využít dřívějšího výpočtu provozně nutného investovaného kapitálu za jednotlivé roky. Výpočet probíhá dle vztahů uvedených níže:

$$I_{netto\ t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{brutto\ t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

Za předpokladu:

$I_{\text{netto } t}, I_{\text{brutto } t}$  = investice do provozně nutného investovaného kapitálu (tj. do dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady) v roce  $t$

$K_t$  = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku  $t$

$O_t$  = odpisy v roce  $t$

### 3. Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

Postupy, jimiž jsou přeměňovány vstupní údaje o FCF na odhad hodnoty podniku, jsou označovány za techniku propočtu. V rámci metody DCF entity, na kterou je tato práce zaměřena probíhá výpočet v následujících krocích:

- **Určení celkové hodnoty podniku**

Za celkovou hodnotu podniku je v tomto kontextu považována výnosová hodnota investovaného kapitálu. „*Celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. Peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovým majetkem.*“ Výsledné ocenění tedy bude představovat hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu. Prof. Mařík uvádí následující vztah pro výpočet celkové hodnoty podniku: [1, str. 177]

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t}$$

Za předpokladu:

$FCFF_t$  = volné cash flow do firmy v roce  $t$

$i_k$  = kalkulovaná úroková míra (diskontní míra)

$n$  = počet let předpokládané existence podniku

Jelikož stanovování hodnoty podniku zpravidla předpokládá, že podnik bude fungovat v nedohledném časovém období, je nemožné pro takové nadměrně dlouhé časové období plánovat peněžní toky. Řešením je využití dvoufázové metody, která bude rozebrána níže.

- **Výpočet výnosové hodnoty vlastního kapitálu**

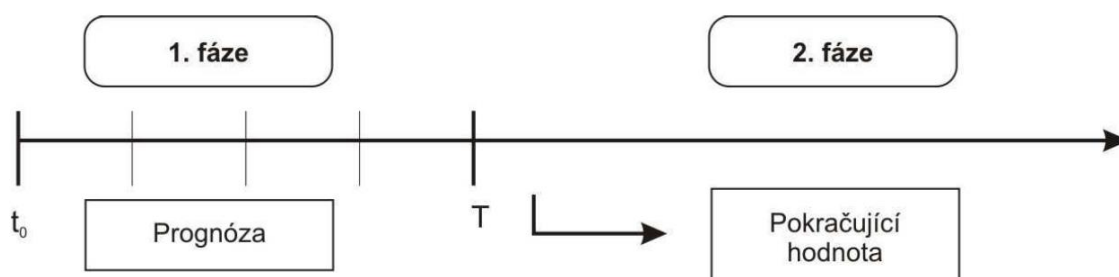
- Hodnota provozu podniku ponížená o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění.
- Přičtení hodnoty neprovozních aktiv k provozní hodnotě vlastního kapitálu.



Obrázek č. 5 Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity, Zdroj [1, str. 177]

- **Dvoufázová metoda**

Předpokladem této metody je rozdělení celého sledovaného období, za které je třeba stanovit peněžní toky na dvě základní části. První část zahrnuje jednotlivé roky, za které je ještě stále oceňovatel schopen vyjádřit volný peněžní tok (pro jednotlivé roky). Druhá část představuje



Obrázek č. 6 Dvoufázová metoda, Zdroj: [1, str. 178]



období od konce posledního roku, za které bylo ještě možno sestavit volný peněžní tok, až do nedohledné doby v budoucnu a hodnota podniku v tomto období bude označována jako **pokračující hodnota**. Grafické znázornění dělení dle prof. Maříka je uvedeno výše a vztah pro výpočet hodnoty níže: [1, str. 178]

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + i_k)^t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}$$

Za předpokladu:

**T** = délka první fáze v letech

**PH** = pokračující hodnota

**i<sub>k</sub>** = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

#### **První fáze:**

V první fázi dvoufázové metody je především nutné odhadnout, za jak dlouhé období budou sestavovány jednotlivé roční prognózy peněžních toků a od kdy bude nutné počítat pokračující hodnotu. Pokračující hodnota je významnou složkou celé hodnoty podniku. V některých případech může tvořit až 80% celkové hodnoty a je tedy nutné jí věnovat náležitou pozornost. Neexistuje univerzální nebo obecně uznávaný názor, který by stanovoval, jak dlouhé období má oceňovatel volit v případě první fáze metody a je třeba postupovat individuálně. Je však možné stanovit určitá doporučení, kterých je třeba se při odhadu délky období první fáze držet. Základní hlediska jsou následující:

- Délka období, za které je podnik schopen tvořit hodnotu,
- Životní fáze, ve které se podnik aktuálně nachází.
- Délka období, kdy může podnik dosáhnout stability.
- Míra stability odvětví a oboru.
- Přibližné zvážení konjunkturního cyklu, ve kterém se aktuálně ekonomika nachází.

Odhadce by měl vždy při přemítání nad volbou délky období první fáze zvážit více kritérií a dále tato kritéria rozpracovat. V zásadě není vhodné, aby odhadce pouze přebíral délku období na základě podnikových plánů. Literatura uvádí, že standardní délka první fáze se pohybuje mezi 4-14 lety.

### **Druhá fáze:**

Pro stanovení pokračující hodnoty, je třeba zvolit techniku výpočtu a dále parametry této pokračující hodnoty. Jednou z možností je stanovení velmi dlouhého období prognózy, ovšem tato varianta není v praxi velmi využívána. Běžná řešení jsou založena na Gordonově vzorci nebo na vzorci parametrickém.

Gordonův vzorec je metoda, která předpokládá stabilní trvalý růst peněžního toku a běžně je používána pro oceňování akcií na základě dividend.

$$T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

Za předpokladu:

**T** = poslední rok prognózovaného období

**i<sub>k</sub>** = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

**g** = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

**FCFF** = volný peněžní tok do firmy

Podmínka =  $i_k > g$

Parametrický vzorec je metodou, která pracuje s jednotlivými faktory tvorby hodnoty. Jedná se zejména o tempo růstu korigovaných provozních výsledků hospodaření sníženého o upravené daně a dále o očekávanou rentabilitu nových (čistých) investic. Zmíněnou rentabilitu

čistých investic ( $r_i$ ) lze dostat podílem celkového přírůstku provozního zisku po daních a přírůstku investovaného kapitálu v předchozím roce. Model pro výpočet parametrického vzorce je poté následující:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_I}\right)}{i_k - g}$$

Za předpokladu:

**KPVH<sub>T+1</sub>** = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí období prognózy

#### 4. Diskontní míra pro DCF

Začátkem je nutné uvést, že přístup ke stanovování diskontní míry se zcela odvíjí od použité varianty DCF (entity, ekvity nebo APV). Jak již bylo zmíněno výše, pro účely této práce je rozebrána pouze varianta DCF entity, pro kterou se na aktuální úrovni stanovuje diskontní míra na úrovni **průměrných vážených nákladů** (WACC). Za náklady kapitálu se v tomto smyslu označují příjmy (náklady ušlé příležitosti) snížené o riziko, které očekávají investoři za své investice do podniku. Prof. Mařík ve své publikaci uvádí obecný postup pro výpočet nákladů na kapitál, který je uveden níže:

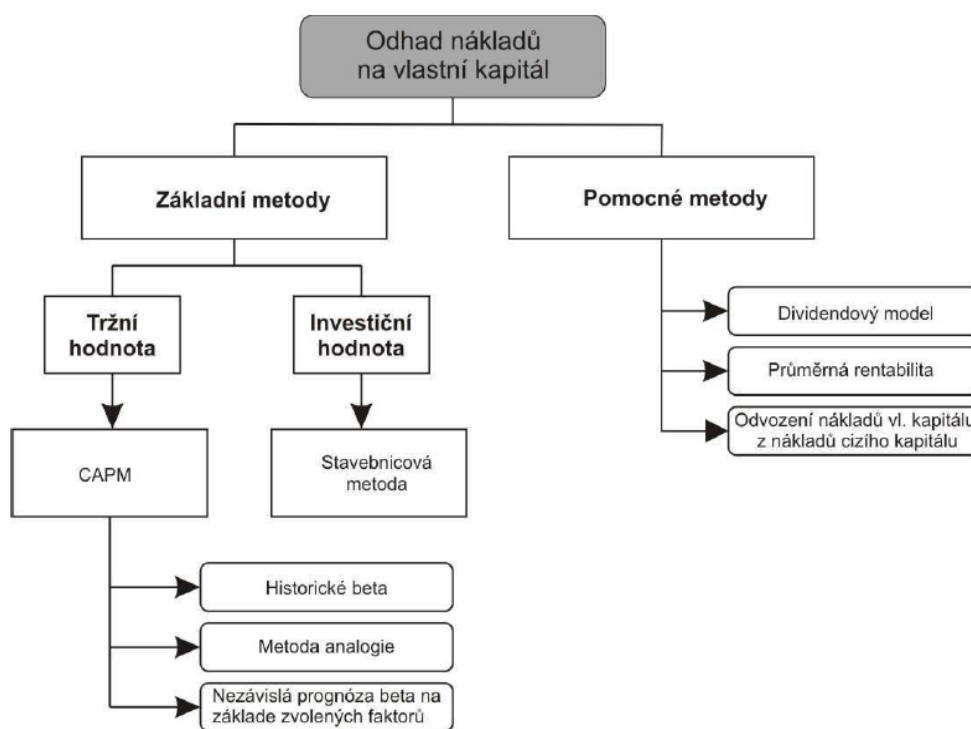
- Odhad a určení váhy na jednotlivé složky kapitálu (nejlépe iterační postup)
- Určení nákladů na cizí kapitál.
- Určení nákladů na vlastní kapitál.
- Výpočet průměrných vážených nákladů.

##### Náklady na cizí kapitál:

Náklady na cizí kapitál jsou považovány za jednodušeji vyčíslitelné, než na kapitál vlastní. Jedná se v podstatě o průměr jednotlivých **efektivních úrokových sazeb**, odcházející z podniku za poskytnutí jednotlivých částí cizího kapitálu.

## Náklady na vlastní kapitál:

Prof. Mařík uvádí, že „Náklady na vlastní kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů.“ Stanovení nákladů na vlastní kapitál je problémem, který představuje především volbu modelu, podle kterého se budou určovat. V současné praxi se prozatím nejvíce používá model stavebnicový, a model CAPM, který bude v této práci rozebírán i nadále. [1, str. 215]



Obrázek č. 7 Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu, Zdroj: [1, str. 216]

### Model CAPM:

Model CAPM tedy model oceňování kapitálových aktiv je v současné době jedním z nejpoužívanějších modelů pro stanovování nákladů na vlastní kapitál. CAPM je možné použít za předpokladu splnění určitých podmínek. Jeho použití je podmíněno existencí dokonalého trhu a faktem, že investor by měl vždy usilovat o maximální zhodnocení svého majetku na konci období. Vychází se tedy z plánu pro jedno období.

„Mezi důležité prvky modelu CAPM patří tzv. **přímka cenných papírů**, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané

bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu.“ [1, str. 216]

$$E(R_A) = r_f + \underbrace{[E(R_m) - r_f]}_{\text{prémie za tržní riziko}} * \beta_A$$

Za předpokladu:

**E(R<sub>A</sub>)** = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A

**R<sub>f</sub>** = bezriziková výnosnost

**E(R<sub>m</sub>)** = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu

**β<sub>A</sub>** = koeficient beta cenného papíru A

Koeficient beta představuje pozici cenného papíru relativně k riziku (systematickému, nikoli specifickému) kapitálového trhu. Koeficient beta je v tomto vztahu považován za nejvíce problematický. Jeho stanovení se zakládá na velkém počtu různých metod a je vhodné u každé společnosti postupovat silně individuálně. Obecný vztah pro výpočet koeficientu beta je uveden níže:

$$\beta_A = K_{Am} * \frac{S_A}{S_m} \quad \text{nebo} \quad \beta_A = \frac{COV(R_A R_m)}{(S_m)^2}$$

Za předpokladu:

**K<sub>Am</sub>** = koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti papíru a a tržního portfolia m

**S<sub>A</sub>** = riziko papíru a vyjádřené směrodatnou odchylkou

**S<sub>m</sub>** = riziko tržního portfolia m vyjádřené směrodatnou odchylkou

**(S<sub>m</sub>)<sup>2</sup>** = rozptyl výnosnosti tržního portfolia

**COV(R<sub>A</sub>R<sub>m</sub>)** = kovariance mezi výnosem papíru a a výnosem tržního portfolia

Po stanovení jednotlivých vah, nákladů na cizí kapitál a nákladů na vlastní kapitál lze přistoupit k samotnému výpočtu průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Vztah běžně užívaný pro výpočet WACC uveden níže:

$$WACC = n_{CK} * (1 - d) * \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} * \frac{VK}{K}$$

Za předpokladu:

<b><math>n_{CK}</math></b> =	očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)
<b><math>d</math></b> =	sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt (náklady CK by měla být sníženy o daňový štít jen v případě, kdy jsou splněny podmínky daňové uznatelnosti úroků a podnik má pro jejich uplatnění dostatečný výsledek hospodaření)
<b><math>CK</math></b> =	<b>tržní hodnota</b> cizího kapitálu vloženého do podniku (úročeného)
<b><math>n_{VK(Z)}</math></b> =	očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení podniku
<b><math>VK</math></b> =	<b>tržní hodnota</b> vlastního kapitálu
<b><math>K</math></b> =	celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K=VK+CK$

### 1.11.2 Metoda EVA

Metoda EVA (economic value added) představuje pojem ekonomické přidané hodnoty, který zažívá v ekonomické praxi boom a to především u podniků v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Hlavním principem této metody je fakt, že neměří pouze běžný zisk, ale zisk ekonomický, který je specifický tím, že jsou v něm započteny i náklady kapitálu. Ukazatel EVA je interpretován jako čistý výnos z provozní činnosti, ovšem snížený o náklady kapitálu. Podoba ukazatele je uvedena níže. [1, str. 282-284]

$$EVA = NOPAT - Capital * WACC$$

Za předpokladu:

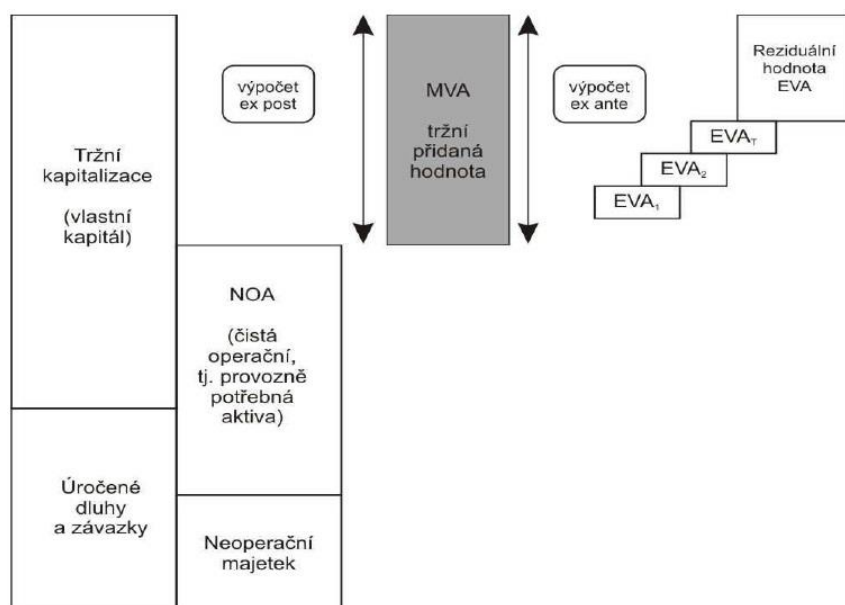
**NOPAT** = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku

**Capital** = kapitál vázaný v aktivech, která slouží k operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku.

**WACC** = průměrné vážené náklady kapitálu

### **EVA - nástroj ocenění:**

Metodu EVA, jako nástroj ocenění, lze stejně jako metodu DCF užít pro varianty výpočtu entity, ekvity i APV. Obecný postup výpočtu hodnoty je totožný s metodou DCF. V prvním kroku je tedy stanovena hodnota aktiv, tj. hodnota pro vlastníky a věřitele, a dále odečtením cizího kapitálu je získána hodnota netto, tedy hodnota pouze pro vlastníky. Důležitou součástí je též vymezení tržní přidané hodnoty MVA. Prof. Mařík uvádí, že MVA (market value added) lze považovat za provozní goodwill. Ukazatel EVA tedy měří úspěch společnosti během období minulých a MVA reprezentuje pohled do budoucnosti. V následující obrázce jsou znázorněny vztahy MVA s NOA a EVA. [1, str. 295-296]



**Obrázek č. 8 Vztah MVA s NOA a EVA, Zdroj: [1, str. 296]**

Vztah pro výpočet výsledné hodnoty netto podniku metodou EVA je dále uveden níže. Při výpočtu je využito dvoufázové metody, stejně jako u metody DCF. [1, str. 297]

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} \right) + \left( \frac{EVA_{T+1}}{WACC * (1 + WACC)^T} \right) - D_0 + A_0$$

Za předpokladu:

**H<sub>n</sub>** = hodnota vlastního kapitálu podniku (netto hodnota)

**EVA<sub>t</sub>** = EVA v roce t

**NOA<sub>0</sub>** = čistá operační aktiva k datu ocenění

**NOA<sub>t-1</sub>** = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku

**NOPAT<sub>t</sub>** = operační výsledek hospodaření po dani v roce t

**T** = počet let explicitně plánovaných EVA

**WACC** = průměrné vážené náklady kapitálu

**D<sub>0</sub>** = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

**A<sub>0</sub>** = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění



## **2 Oceňovaný podnik - SCHENKER spol.s r. o.**

Společnost:	SCHENKER spol.s r. o.
Právní forma:	Společnost s ručením omezeným
Sídlo:	K Vypichu 731, Nučice 252 16
IČ:	61500780
Vznik:	29. července 1994

Společnost SCHENKER spol.s r. o. je zasílatelskou společností, která realizuje toky zboží prostřednictvím pozemní, železniční, letecké a námořní dopravy a je schopna organizovat celý logistický řetězec počínaje přepravou přes skladování, distribuci a řízení toku informací. SCHENKER spol.s r. o. se řadí mezi tři největší logistické operátory na českém trhu, je zaměstnavatelem cca 800 zaměstnanců a tržby za rok 2013 přesáhly 4 mld. Kč. SCHENKER v České republice je součástí divize přepravy a logistiky DB Schenker logistics, která patří do portfolia světového dopravního koncernu Deutsche Bahn AG. [11]

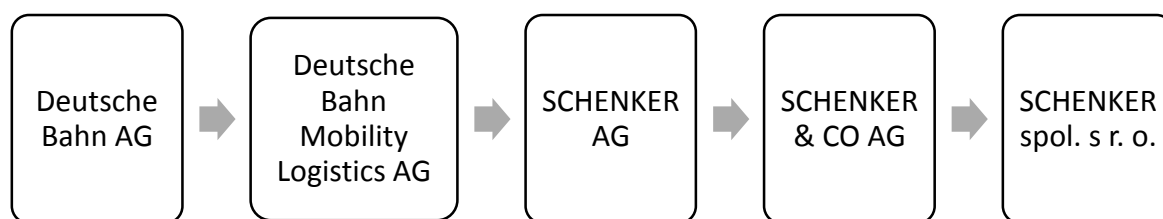
### **Zavedené metodiky/systémy kvality:**

- 5s – vytváření a udržení organizovaného, čistého a výkonného pracoviště,
- KAIZEN – systém drobného kontinuálního zlepšování ve skladech, nastaveny věcné odměny pro skladníky s nápady (díky nápadům se zlepšování realizuje zdokonalováním i těch nejmenších detailů),
- POP – aktivní zapojení odpovědných zaměstnanců do plánovaných nebo probíhajících změn (např. v oblasti efektivních úspor nákladů, navýšené využití skladovací kapacity, flexibilní plánování personálu a/nebo zvýšení motivace zaměstnanců).

### **2.1 Vztahy ve společnosti**

Společnost SCHENKER spol. s r. o. se sídlem na adrese K Vypichu 737, Nučice, PS4 252 16, vystupuje jako osoba ovládaná osobou Deutsche Bahn AG, se sídlem na adrese Postdamer Platz 2, 10785 Berlín, Spolková republika Německo. V průběhu účetního období a k 31. prosinci 2013 byla společnost SCHENKER spol. s r. o. ovládána

společností Deutsche Bahn AG, která ovládá společnost SCHENKER spol. s r. o. prostřednictvím následujících společností: SCHENKER & CO AG má 100% podíl na hlasovacích právech SCHENKER spol. s r. o., SCHENKER & CO AG je vlastněna společností SCHENKER AG se sídlem na adrese Alfredstasse 81, 45130 ESSEN, Spolková republika Německo. SCHENKER AG je ovládána společností Deutsche Bahn AG prostřednictvím společnosti Deutsche Bahn Mobility Logistics AG. Vlastnická struktura je naznačena ve schématu uvedeném níže: [11]



Obrázek č. 9 Vlastnická struktura, Zdroj: [11]

## 2.2 Produkty

Společnost SCHENKER poskytuje komplexní logistická řešení celého logistického řetězce – od dodavatelů po doručení zákazníkům, od zpětné logistiky po poprodejní podporu. Služby společnosti nezahrnují pouze úlohy spojené s přemístěním nebo skladováním zboží a materiálu, ale též poradenské služby a návrh a optimalizace procesů z oblasti logistiky. Portfolio produktů je tedy následující: [11]

- přeprava (pozemní, letecká, námořní),
- skladování a distribuce,
- řešení výrobní logistiky,
- řízení komplexního dodavatelského řetězce,
- provedení logistické analýzy a tvorba návrhů optimalizace logistiky,
- veletržní spedice a speciální přepravy.

Logistika výrazně ovlivňuje hospodářské úspěchy firem. Je na počátku výroby, v jejím průběhu a vrcholí distribucí k zákazníkovi. Často pokračuje i poté v rámci tzv. zpětné logistiky spojené s recyklací, výměnou, opravou nebo likvidací výrobků. Dobře

zvládnutá logistika se může stát konkurenční výhodou, která se však musí neustále vyvíjet a zlepšovat. [11]

#### **Ocenění a certifikáty:**

- ISO 9001,
- ISO 14001,
- HACCP 22000 – identifikace rizik z pohledu kontaminace potravin,
- TAPA SECURITY – bezpečnost dodavatelských řetězců,
- Certifikace produktu LTR DB SCHENKER system,
- CACIO – IT projekt roku za systém elektronického workflow dokladů,
- OHSAS 18001 – v přípravné fázi.

### **2.3 Významní zákazníci**

Mezi významné zákazníky společnosti SCHENKER spol. s r. o. v České republice patří následující: [11]

- KOH-I-NOOR,
- Schrack Technik,
- ESAB,
- Tyco Electronics,
- Volvo,
- Nike,
- Shell,
- Scania.

### **2.4 Strategie a investice**

Strategie společnosti tkví především v udržení pozice ziskového lídra na trhu ve svých cílových trzích, vývoji výkonných procesů a IT systémů, získání pozice předního zaměstnavatele odvětví a rozšiřování portfolia „zelených produktů“ a ekologie v odvětví. Společnost SCHENKER spol. s r. o. do budoucna neplánuje výrazné investice. Největší investice v historii společnosti proběhla v letech 2011-2013 a to výstavba nového terminálu a sídla společnosti v Nučicích. Do budoucna společnost plánuje pouze obnovu

vybraných terminálů, které již kapacitně nestačí, ale nejedná se z hlediska účetnictví o významnou událost, jelikož vše výše zmíněné je předmětem dlouhodobého pronájmu. [11]

**Vize:**

Být i nadále vnímáni jako transparentně řízená společnost a stát se nejžádanějším zaměstnavatelem v oboru. Vytvářet dlouhodobé vztahy se zákazníky a partnery a být veřejností (roz)poznání a respektováni. Poskytovat dva pilíře služeb BNS (Basic Network Services) a VAS (Value Added Services) pod jednou střechou. [11]

### 3 Strategická analýza podniku

Úkolem strategické analýzy je určit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku, který se odvíjí od potenciálu vnějšího a vnitřního. Složkami vnější analýzy je analýza národního hospodářství, průmyslového odvětví a relevantního trhu a složkami vnitřní analýzy je především analýza konkurence. Základním předpokladem pro zpracování strategické analýzy je identifikace stavu a zhodnocení celkové situace národního hospodářství. Pro tyto účely bylo vycházeno z makroekonomické predikce České republiky zveřejněné v lednu 2015.

Jedním z nejdůležitějších faktorů, které hodnotí výkonnost národního hospodářství, je bezpochyby reálný HDP. Vývoj HDP v ČR byl velmi poznamenán ekonomickou krizí roku 2009 se záporným růstem reálného HDP v hodnotě -4,8%. Po krizi došlo k návratu pozitivního nárůstu HDP v letech 2010 (2,3%) a 2011 (2%), který do jisté míry kompenzoval propad roku 2009. Ekonomika České republiky se po letech 2012-2013, kdy je možné sledovat pokles reálného HDP (viz. tabulka č. 4) opět nachází ve fázi mírného ekonomického oživení. Za 3. čtvrtletí roku 2014 došlo k navýšení HDP o 0,4 p.b. a pokračoval tedy návrat k růstu ekonomické aktivity oproti rokům 2012-2013. Pro rok 2015 je predikován růst ekonomiky o 2,7% s výhledem na zpomalený růst roku 2016 na 2,5%. V následujících letech analytici předpokládají zhoršení salda zahraničního obchodu, z čehož vyplývá, že ekonomický růst bude podporován převážně národní poptávkou. [12, str. 3-8]

Tabulka č. 4 HDP České republiky, Zdroj: [12, str. 39-41]

Realita						
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Reálné HDP mld. Kč, 2010	3 865	3 954	4 031	3 999	3 971	4 064
Růst v%	-4,8	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,4
Predikce						
Rok	2015	2016	2017	2018		
Reálné HDP mld. Kč, 2010	4 172	4 278	4 374	4 470		
Růst v%	2,7	2,5	2,3	2,2		

Dalším významným faktorem, který hodnotí výkonnost a stav národního hospodářství je vývoj úrokových sazeb. Společnost SCHENKER, je vývojem těchto

sazeb ovlivněna v případě, že bude potřebovat využít úvěr. V tuto chvíli vývoj úrokových sazeb nemá na společnost významný vliv, jelikož cizí potřebný kapitál zapůjčuje mateřská společnost. Za 4. čtvrtletí roku 2014 dosáhla sazba PRIBOR 3M hodnoty 0,34% a z tabulky uvedené níže je patrné, že tato sazba vykazuje stálý pokles. V letech 2015-2016 ČNB předpokládá pokles na úroveň 0,3% a předpokládá návrat k růstu této sazby až s odstupem času po ukončení kurzového závazku, který je v současné době plánován k udržení nejméně do poloviny roku 2016. Vývoj úrokových sazeb s jejich predikcí ke konci období je uveden v tabulce níže.

**Tabulka č. 5 Vývoj úrokových sazeb, Zdroj: [12, str. 19]**

	<b>Realita</b>					
<b>Rok</b>	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Repo 2T ČNB</b>	1,00	0,75	0,75	0,05	0,05	0,05
<b>PRIBOR 3M</b>	2,19	1,31	1,19	1,00	0,46	0,41
	<b>Predikce</b>					
<b>Rok</b>	2015	2016				
<b>Repo 2T ČNB</b>	x	x				
<b>PRIBOR 3M</b>	0,3	0,3				

Dalším faktorem je inflace, která ovlivňuje podnikové transakce v podobě vstupních a výstupních cen. Při vysoké inflaci dochází ke zvyšování daňové zátěže podniků a též k podhodnocení odpisů. Vývoj inflace, která je zde reprezentována deflátozem HDP a indexem spotřebitelských cen, je uveden v tabulce níže.

**Tabulka č. 6 Vývoj inflace, Zdroj: [12, str. 46]**

	<b>Realita</b>					
<b>Rok</b>	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Deflátor HDP %</b>	2,6	- 1,5	-0,2	1,4	1,7	2,4
<b>Index spotřebitelských cen %</b>	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
	<b>Predikce</b>					
<b>Rok</b>	2015	2016	2017	2018		
<b>Deflátor HDP %</b>	2,5	1,6	1,3	1,3		
<b>Index spotřebitelských cen %</b>	0,3	1,4	1,8	1,9		

Míra inflace je na velmi pomalém vzestupu a to především zásluhou neobvyklého propadu cen ropy. Cena ropy Brent se ke konci roku 2015 propadla téměř o tři pětiny oproti své původní ceně z června 2014. V současnosti cena ropy korigovala svůj předchozí propad, avšak dle predikcí nelze předpokládat další výrazný růst a návrat

k původním hodnotám je očekáván až ve střednědobém horizontu. [12, str. 14] Cena ropy je významným stimulačním faktorem na straně poptávky i pro společnost SCHENKER. Část cenotvorby se přímo odráží na palivových příplatcích za pohonné hmoty, a pokud bude cena ropy dlouhodobě setrvávat na nízkých hodnotách, lze předpokládat, že se snižujícími se náklady a cenou za poskytované služby, bude růst poptávka, tím obchodní výkony za současného zachování minimálně stávající marže.

Díky nízkým cenám ropy lze dále předpokládat, že inflace se bude delší dobu pohybovat na velmi nízkých úrovních. Cena ropy s sebou přinese úspory domácnostem i podnikům. Průměrná míra inflace za rok 2014 dosáhla pouze 0,4%. Pro rok 2015 je očekávána průměrná míra inflace ve výši 0,3% a pro rok 2016 je již očekáván pozvolný návrat k rychlejšímu růstu cen. Nelze však očekávat vyšší růst než 2%, což je inflační cíl ČNB. [12, str. 32]

**Tabulka č. 7 Vývoj cen ropy Brent, Zdroj: [12, str. 14]**

<b>Realita</b>								
<b>Rok</b>	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Ropa Brent USD/barel</b>	72,4	96,9	61,5	79,6	111,3	111,6	108,6	99,2
<b>Index v CZK, 2010 = 100</b>	96,0	106,7	76,1	100,0	129,5	143,8	139,9	134,8
<b>Predikce</b>								
<b>Rok</b>	2015	2016						
<b>Ropa Brent USD/barel</b>	54	67						
<b>Index v CZK, 2010 = 100</b>	84	104						

Pro trh práce jsou očekávány pozitivní podmínky především díky očekávanému růstu ekonomické aktivity. Zaměstnanost by měla tedy mírně růst a míra nezaměstnanosti pozvolna klesat. Svou zásluhu na růstu zastupuje i rostoucí objem mezd a platů. Pro rok 2015 je očekáván růst 3,9% a pro rok 2016 dokonce 4,1%. V následujících letech se díky ukončení restriktivních opatření za účelem podpory růstu ekonomiky zhorší deficit

vládního sektoru, avšak neměl by překročit hranici 3% HDP. Za rok 2014 dosáhl deficit vládního sektoru 1,3% HDP. [12, str. 3-8]

Za další důležitou položku, která silně ovlivňuje výkonnost národní ekonomiky, je nutné označit vývoz a dovoz. Vývoj objemu vývozu a dovozu není v tomto případě důležitý jen z pohledu na výkonnost národního hospodářství, ale též faktorem, který výrazně ovlivňuje tržby společnosti SCHENKER, jelikož její hlavní činností je uskutečňování zbožových toků. Lze předpokládat, že za růstu objemů vývozu a dovozu budou růst i tržby společnosti SCHENKER.

**Tabulka č. 8 Objem vývozu a dovozu v ČR, Zdroj: [12, str. 35-37]**

<b>Realita</b>						
<b>Rok</b>	2009	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Vývoz zboží a služeb růst v %</b>	x	14,84%	9,33%	4,09%	0,30%	7,97%
<b>Dovoz zboží a služeb růst v %</b>	x	14,88%	6,70%	2,44%	0,29%	8,81%
<b>Predikce</b>						
<b>Rok</b>	2015	2016	2017	2018		
<b>Vývoz zboží a služeb růst v %</b>	5,09%	5,31%	5,24%	5,17%		
<b>Dovoz zboží a služeb růst v %</b>	6,25%	6,07%	5,61%	5,42%		

Závěrem analýzy národního hospodářství uvádím směnné kurzy koruny vůči euru a dolaru. Po intervenci ČNB z listopadu 2013 je situace na trhu výhodná především pro exportéry. Slabá koruna též posiluje konkurenceschopnost České republiky vůči zahraničním výrobkům. Je však nutné zmínit také negativní dopady, jako je především zdražení vstupů podniků, které obchodují se zahraničím. Společnost SCHENKER poskytuje služby, především domácím zákazníkům, i když se často přepravní služba odehrává i na území jiného státu. Vývoj směnných kurzů má tedy pro společnost vliv pouze při vypořádání mezipodnikových transakcí uvnitř koncernu DB SCHENKER. [12, str. 18]



Tabulka č. 9 Vývoj směnných kurzů, Zdroj: [12, str. 18]

Realita						
Rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZK/EUR	26,45	25,29	24,59	25,14	25,98	27,53
CZK/USD	19,06	19,11	19,69	19,59	19,57	20,75
Predikce						
Rok	2015	2016	2017	2018		
CZK/EUR	27,7	27,6	27,3	26,9		
CZK/USD	23,5	23,4	23,1	22,8		

### 3.1 Relevantní trh, jeho analýza a prognóza

Společnost SCHENKER spol. s r. o. působí v celé České republice na trhu dopravy a skladování. Jak bylo zmíněno výše, jedná se výhradně o dopravu nákladní a nikoli osobní. Zákazníci jsou výhradně právnické osoby, bez omezení velikosti nebo průmyslové a obchodní činnosti. SCHENKER neposkytuje své služby nepodnikatelským subjektům. Konkurenti jsou především další zasílatelské společnosti. Identifikace a hlubší analýza konkurentů bude uvedena níže. Jak bylo zmíněno výše, společnosti SCHENKER je zasílatelskou společností, to znamená, že nedisponuje vlastním vozovým parkem, ale vozidla najímá od smluvních dopravců. Většina terminálů, ve kterých je skladováno zboží, jsou společností dlouhodobě pronajímány. Společnost SCHENKER je díky těmto skutečnostem kapitálově lehká a její hlavní silná stránka a konkurenční výhoda spočívá ve vědomostech, kontaktech a kvalifikovaných pracovnících.

Relevantní trh společnosti SCHENKER je jednoznačně určen klasifikací ekonomických činností CZ-NACE a to třídami CZ-NACE 49.4 - Silniční nákladní doprava a stěhovací služby, CZ-NACE 51 - Letecká doprava a CZ-NACE 52 - Skladování a vedlejší činnost v dopravě. Do těchto činností spadá část celého odvětví dopravy a skladování. Společnost se zabývá, jak skladováním, tak poskytováním nákladních přepravních služeb, avšak služby železniční dopravy poskytuje výhradně v návaznosti na ucelené vlaky plynoucí do ČR ze zahraničí od koncernových partnerů, vodní doprava po vnitrozemských tocích vzhledem k výkonům ostatních přepravních módů v podstatě neexistuje a pro poskytované služby námořní přepravy je nemožné najít statistiky tržeb za tyto služby, které mají původ v České republice. Z těchto důvodů byly vybrány výše

zmíněné třídy CZ-NACE, aby struktura tržeb odvětví co nejvíce odpovídala portfoliu tržeb podnikových.

### 3.1.1 Odhad velikosti trhu

Pro určení relevantního trhu a následně jeho velikosti, bude využito informací uvedených výše. Bude se tedy jednat o trh nákladní dopravy a skladování na celém území České republiky. Z tohoto důvodu je možno pro vymezení velikosti tohoto trhu využít statistiky, popisující velikost tržeb ve vymezené klasifikaci dle CZ-NACE a dále objem zbožových toků na území České republiky. Jak bylo zmíněno výše, společnost SCHENKER je společností zasílatelskou. K zahájení zasílatelské činnosti není nutné provádět rozsáhlé investice do majetku, dopravních kapacit atp. i z těchto důvodů je možné označit SCHENKER za společnost kapitálově lehkou. Je však třeba mít dostatečnou znalostní základnu, a kvalifikovanou pracovní sílu. V následující tabulce jsou uvedeny sumy tržeb za jednotlivá odvětví dělená dle tříd CZ-NACE: [13], [14]

Tabulka č. 10 Vymezení relevantního trhu ve finančních jednotkách, Zdroj: [13], [14]

Rok	2005	2006	2007	2008	2009
<b>CZ-NACE 49.4 Silniční nákladní doprava (mil. Kč)</b>	170 183	182 976	204 944	214 264	182 689
<b>CZ-NACE 51 Letecká doprava (mil. Kč)</b>	31 521	34 241	35 597	35 973	32 525
<b>CZ-NACE 52 Skladování (mil. Kč)</b>	133 779	153 696	177 652	186 101	157 527
<b>Σ</b>	<b>335 483</b>	<b>370 912</b>	<b>418 193</b>	<b>436 338</b>	<b>372 741</b>
<b>Tempo růstu v %</b>	<b>x</b>	<b>10,56%</b>	<b>12,75%</b>	<b>4,34%</b>	<b>-14,58%</b>
Rok	2010	2011	2012	2013	2014
<b>CZ-NACE 49.4 Silniční nákladní doprava (mil. Kč)</b>	190 406	197 547	196 093	198 194	210 589
<b>CZ-NACE 51 Letecká doprava (mil. Kč)</b>	31 813	26 911	29 178	25 815	25 624
<b>CZ-NACE 52 Skladování (mil. Kč)</b>	176 824	190 180	207 163	216 355	231 864
<b>Σ</b>	<b>399 043</b>	<b>414 638</b>	<b>432 433</b>	<b>440 365</b>	<b>468 077</b>
<b>Tempo růstu v %</b>	<b>7,06%</b>	<b>3,91%</b>	<b>4,29%</b>	<b>1,83%</b>	<b>6,29%</b>

Z výše uvedené tabulky je zřejmé, že až do roku 2007 se odvětví vcelku rychle rozvíjelo, kdy meziroční nárůst tržeb dosahoval až 12%. Během roku 2008 již tržby nerostly tak výrazným způsobem, což může být vysvětleno pomalým nástupem recese

a dále a ekonomické krize roku 2009. Po krizi se odvětví rozvíjí spíše pomalejším tempem, a aby se tržby ve zkoumaném odvětví alespoň přiblížily hodnotě před ekonomickou krizí, bylo nutno vyčkat až do roku 2013. Rok 2014 značí možné oživení v tomto odvětví což je možno přisoudit silné domácí poptávce a zároveň zvýšení tržeb exportérů, kteří mají díky oslabené koruně po intervenci ČNB z listopadu 2013 mnohem lepší konkurenční pozici. Pro rok 2015 lze předpokládat pokračování tohoto trendu, díky již zmíněné silné domácí poptávce a intervenci ČNB, která hodlá udržovat korunu na aktuálních kurzech až do poloviny roku 2016.

Pro názornost a úplnost informací o vymezení relevantního trhu je dále uvedena tabulka obsahující informace o objemu přepravy zboží silniční nákladní dopravou na území ČR. [15], [16, str. 68]

**Tabulka č. 11 Vymezení relevantního trhu v naturálních jednotkách, Zdroj: [15], [16, str. 68]**

<b>Rok</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
<b>Přeprava vnitrostátní (tis. tun)</b>	423 598	398 070	407 741	382 420	325 052
<b>Přeprava mezinárodní (tis. tun)</b>	33 743	40 030	38 147	39 867	35 335
<b>Σ</b>	<b>457 341</b>	<b>438 100</b>	<b>445 888</b>	<b>422 287</b>	<b>360 387</b>
<b>Tempo růstu v %</b>	<b>x</b>	<b>-4,21</b>	<b>1,78</b>	<b>-5,29</b>	<b>-14,66</b>
<b>Rok</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>		
<b>Přeprava vnitrostátní (tis. tun)</b>	301 453	288 581	281 398		
<b>Přeprava mezinárodní (tis. tun)</b>	41 672	45 019	42 279		
<b>Σ</b>	<b>343 125</b>	<b>333 600</b>	<b>323 677</b>		
<b>Tempo růstu v %</b>	<b>-4,79</b>	<b>-2,78</b>	<b>-2,97</b>		

### **3.1.2 Analýza atraktivity trhu**

Analýza atraktivity trhu je jedním z nejdůležitějších faktorů, které předurčují perspektivnost zkoumaného podniku a též základ, který umožňuje hodnotit možnosti a stanovení tržeb do budoucna. Na základě této analýzy je též možné důkladně rozpoznat šance a rizika trhu a též získat informace potřebné při stanovování rizikové přírážky pro diskontní míru. V této části bude krátce pojednáno o nejdůležitějších faktorech, které mají na atraktivitu trhu vliv, a závěrem bude tato vyhodnocena. U jednotlivých faktorů je též

uvedeno číselné hodnocení, které je posléze využito při stanovování výsledné atraktivity relevantního trhu.

### **1. Růst trhu**

Z tabulky č. 10 je zřejmé, že po ekonomické krizi roku 2009 se relevantní trh pozvolna dostává do rostoucího trendu. Rostoucí trh zpravidla přináší lepší podmínky pro podnik, který na tomto působí. Trh roste velice pomalu a až v roce 2014 bylo dosaženo vyššího tempa růstu. Pozvolna rostoucí trh s sebou nepřináší významné možnosti zvyšování tržeb, avšak zároveň je takový trh o to méně rizikový. Lze tedy očekávat, že podnik bude na daném trhu růst pozvolným tempem, nebo rychleji pouze za předpokladu, že získá část tržního podílu svého konkurenta. V současné době je očekáváno oživení trhu, které začalo již rokem 2014 a lze tedy předpokládat další růst trhu jako celku. Tabulky č. 10 a 11 ilustrují, že relevantní trh vyjádřený ve finančních jednotkách roste rychleji než vyjádřený v jednotkách naturálních. Tento fakt by měl znamenat zvyšující se rentabilitu celého odvětví. Tato však roste velmi pozvolně (viz. níže), a lze tedy předpokládat, že odvětví je silně konkurenční. Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium růstu trhu hodnocení 4 bodů (vyšší průměr atraktivity).

### **2. Velikost trhu**

Analýza velikosti trhu je založena na celkových tržbách, které byly na relevantním trhu dosaženy. Je evidentní, že relevantní trh tvoří podstatnou část HDP (za rok 2014 cca. 8,7%) České republiky a trh bude tedy označen za velký. Pro malé podniky, které působí na velkých trzích, znamená tato skutečnost spíše nevýhodu, avšak společnost SCHENKER patří mezi 3 největší poskytovatele zasílatelských služeb v České republice a je tedy splněn předpoklad pro výhodu velkého trhu a možnosti využívání úspor z rozsahu. Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium velikost trhu hodnocení 5 bodů (nižší pozitivní atraktivita).

### **3. Intenzita konkurence**

Analýzovaný trh je vysoce konkurenční, jak již bylo ilustrováno na vývoji relevantního trhu ve finančních a naturálních jednotkách výše. Podniky působící na

trhu mají v podstatě neomezené možnosti vstupu do odvětví bez nutnosti významných počátečních investic. Zisková marže se drží na velice nízkých úrovních, jelikož většina zákazníků srazila během krize roku 2009 ceny za přepravu na minimum a k nárůstu cen od té doby dochází velice pozvolně. Výhoda společnosti SCHENKER pramení především z její velikosti a tradice. Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium intenzity konkurence hodnocení 2 bodů (nižší průměr atraktivity).

V následující tabulce dále uvádím vývoj počtu subjektů v odvětví dopravy a skladování, který byl získán z ročenky dopravy 2013.

**Tabulka č. 12 Počty subjektů na relevantním trhu, Zdroj: [16, str. 26]**

<b>Rok</b>	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Počet subjektů</b>	73 882	74 206	74 345	72 308	67 665

#### **4. Průměrná rentabilita**

Rentabilita odvětví je úzce závislá na možnostech substituce produktu a bariérách vstupu do odvětví. Jak bylo zmíněno výše, vstup do odvětví je v podstatě volný, téměř bez překážek, včetně překážek investičních. Co se týče substituce zkoumané služby, bude pojednáno především o přepravě silniční, jelikož z této pramení většina příjmů společnosti SCHENKER. K silniční dopravě dnes v podstatě neexistuje substitut, který by stál za zmínění. Silniční doprava vyniká svou flexibilitou a možností dodat zboží tzv. door-to-door, což ostatní módy dopravy nemohou poskytnout především díky omezené infrastruktuře. Problémem je, že produkt je homogenní a poskytovat ho může téměř jakákoli konkurenční společnost. Díky silné intenzitě konkurence se průměrná rentabilita v odvětví pohybuje na velmi nízkých hodnotách a to v rozmezí 3-5%. [11] Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium průměrné rentability hodnocení 2 bodů (nižší průměrná atraktivita) a pro hodnocení kritéria bariéry vstupu hodnocení 2 bodů.

#### **5. Citlivost na konjunkturu**

Pokud je trh citlivý na konjunkturu, je tento fakt považován spíše za negativní. Znamená to, že v dobách ekonomické recese podnik v podstatě nemá možnost nějakým výrazným způsobem ovlivnit pokles nebo růst vlastní ekonomické

výkonnosti navzdory výkonnosti národního hospodářství. Citlivost na konjunkturu trhu byla analyzována na základě procentních změn HDP a tržeb odvětví pomocí Pearsonova koeficientu korelace. Výsledkem je kladný korelační koeficient o hodnotě 0,56. Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium citlivosti na konjunkturu hodnocení 2 bodů.

## 6. Struktura zákazníků

Společnost má širokou základnu zákazníků a poskytuje své služby podnikatelským subjektům. Doprava je nedílnou součástí každé ekonomické činnosti a s rostoucí vyspělostí hospodářství roste podíl ceny za přepravu na celkové ceně výrobku. Z tohoto důvodu je možné označit trh dopravy a skladování za do budoucna perspektivní odvětví. Problémem tohoto odvětví je volný vstup a z toho pramenící vysoká konkurence, která umožňuje zákazníkům tlačit ceny a marže k minimálním hodnotám. Zákazníci jsou též dobře informováni o cenách, a jelikož se jedná o podnikatelské subjekty, jsou přepravní služby jejich náklady, které ovlivňují jejich vlastní efektivitu. Tento jev je důsledkem krize roku 2009, a jelikož je do budoucna očekáván ekonomický růst, lze předpokládat, že tato skutečnost ztratí na své vážnosti. Na základě výše uvedených skutečností bude při stanovování výsledné atraktivity trhu využito pro kritérium struktury zákazníků hodnocení 4 bodů.

Tabulka č. 13 Analýza atraktivity trhu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 66]

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Váha x Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní		
		0	1	2	3	4	5	6	
Růst trhu	3					x			12
Velikost trhu	2						x		10
Intenzita konkurence	3			x					6
Průměrná rentabilita	2			x					4
Bariéry vstupu	1			x					2
Možnosti substituce	1						x		5
Citlivost na konjunkturu	1			x					2
Struktura zákazníků	2					x			8
Vliv prostředí	1				x				3
Celkem	16								52
Maximální počet bodů:	96								
Dosažený počet bodů:	52								
Hodnocení:	54,17%								

Jednotlivé faktory atraktivitu trhu byly shrnuty v tabulce č. 13. Atraktivita trhu byla vyhodnocena jako lehce nadprůměrná v ohodnocení 54,17%. Toto hodnocení ve výsledku znamená, že trh je atraktivní a budou na něj vstupovat nové ekonomické subjekty, ovšem nelze předpokládat vysoký příliv těchto subjektů. Daná kritéria jsou detailně popsána výše. Lze předpokládat, že do odvětví budou vstupovat nové subjekty, ovšem jejich počty budou omezené, díky konkurenčnímu prostředí.

### 3.2 Analýza konkurence a konkurenční síly podniku

Jak bylo zmíněno výše, společnost SCHENKER se nachází na silně konkurenčním trhu. Na trhu se tedy nachází, jak několik velkých, kapitálově silných společností, tak mnoho malých firem, které si chtějí udržet vlastní tržní podíl. V současné době je zároveň marže za prováděné výkony na nízké úrovni díky snižování cen za dopravní služby, které pramení v ekonomické krizi roku 2009. Dopravní a skladovací služby je též možné s jistým zjednodušením označit za homogenní produkty. Možnosti zvyšování marží tedy tkví především ve snižování vlastních nákladů například možnostmi užívání moderních technologií nebo získáváním kvalifikovanější pracovní síly. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem může být situace na celém vymezeném relevantním trhu považována za situaci podobnou trhu dokonale konkurenčnímu. Důležitou informací je, že společnost SCHENKER je schopna na tomto trhu stabilně zvyšovat svůj podíl.

Tabulka č. 14 Vývoj tržního podílu podniku, Zdroj: [11]

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby relevantního trhu (mil. Kč)	418 193	436 338	372 741	399 043	414 638	432 433	440 365
Tržby společnosti Schenker (mil. Kč)	2 795	2 659	1 984	3 001	3 376	3 739	4 064
Tržní podíl v%	0,66835	0,60939	0,53227	0,75205	0,8142	0,86464	0,92287

Detailní informace o konkurenční situaci budou v rámci prognózy rozebrány pomocí Porterova modelu pěti konkurenčních sil. [17, str. 4]

## **1. Možnost substituce služeb**

Jak bylo zmíněno výše, možnost substituce přepravních a skladovacích služeb je téměř nulová. Je také nutné sledovat možnosti substituce jednotlivých módů dopravy. Například silniční doprava jako taková, nemá v současné době žádný blízký substitut díky omezené infrastruktuře dalších módů dopravy. Problémem je, že dopravní a skladovací služby jsou považovány za homogenní produkty a poskytovat je může velká řada podnikatelských subjektů.

## **2. Vyjednávací síla dodavatelů**

Dodavatelé pro společnost SCHENKER jsou především dopravci, kteří poskytují své dopravní kapacity k přepravě zboží, pronajímatelé budov a skladových prostor, poskytovatelé IT služeb a dále drobní dodavatelé, jejichž zboží zahrnuje běžný provoz společnosti. Největší náklady plynoucí dodavatelům jsou jednoznačně náklady za dopravní služby. Společnost se zaměřuje na malé až střední dopravní společnosti, u kterých je možnost vzniku větší vyjednávací síly na jejich straně velmi malá.

## **3. Vyjednávací síla odběratelů**

Vyjednávací síla zákazníků je vzhledem k homogenosti poskytovaných služeb vysoká, jelikož v případě homogenního produktu bývá pro zákazníka nejvýznamnějším faktorem pro rozhodnutí o dodavateli cena za službu. Z tohoto důvodu si společnost nemůže dovolit příliš s cenou manipulovat.

## **4. Možnost vstupu nového konkurenta**

Jak bylo zmíněno výše, záležitost je činností s volným vstupem do odvětví. Veškerý potřebný majetek a poskytované, je možné pronajmout nebo outsourcovat. Problémem bývá vlastnictví know how a kontaktů na zákazníky. Možnost vstupu konkurentů je tedy vysoká, avšak lze předpokládat, že nově příchozí konkurent bude díky neznalosti a nezavedenosti poskytovat služby s velmi nízkou marží. Dále je nutno zmínit, že marže a rentabilita se v daném odvětví již delší dobu pohybují na velmi nízkých úrovních. Tento fakt snižuje atraktivitu odvětví a tím i hrozbu vstupu nových konkurentů.



## 5. Intenzita konkurence v odvětví

Intenzita konkurence je díky již výše zmíněným faktorům vysoká. SCHENKER patří mezi 3 největší zasílatelské společnosti na trhu České republiky a za největší konkurenty jsou považovány následující společnosti: DHL Global Forwarding, CS Cargo, a. s., Gebrüder Weiss, Kühne+Nagel, DACHSER a GEIS. Tyto společnosti jsou světovými hráči na trhu zasílatelství a v České republice působí již řadu let. Schenker se k letošnímu roku stala druhým největším záložitelem na trhu ČR po společnosti DHL Global Forwarding, je však nutné zmínit, že Schenker jako jediná společnost vykazuje po krizi roku 2009 konstantní nárůst tržního podílu.

V následující tabulce je uvedeno shrnutí konkurenční síly podniku dle jednotlivých kritérií, které mají na konkurenceschopnost největší vliv. Bylo vycházeno z analýzy konkurenční síly dle Maříka, [1, str. 74-90] ale jednotlivá kritéria byla upravena tak, aby odpovídala aktuálnímu podniku a relevantnímu trhu.

Tabulka č. 15 Analýza konkurenční síly podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 89-90]

		Kritérium	Váha	Hodnocení						Váha x Body	
				Konkurence má převahu		Průměr			Podnik má převahu		
		0	1	2	3	4	5	6			
Faktory	Přímé	Portfolio služeb	1					x		5	
		Kvalita služeb	2				x			8	
		Cenová úroveň	3				x			9	
		Image společnosti	1						x	6	
		Servis a služby	2					x		10	
	Nepřímé	Kvalita managementu	4					x		20	
		Kvalita personálu	3					x		15	
		Majetek a investice	2				x			8	
		Finanční situace	1					x		5	
	Celkem		19							86	
	Maximální počet bodů:		114								
	Dosažený počet bodů:		86								
Hodnocení:		75,44%									

Jednotlivé faktory konkurenční síly podniku byly shrnuty v tabulce č. 15. Podnik dosahuje nadprůměrného hodnocení. Tento fakt bude potvrzen i následujícími informacemi o vývoji tržního podílu. Nejdůležitější konkurenční výhody jsou vždy ty,

které mají konkrétní dopad přímo na zákazníky. Mezi hlavní faktory s tímto dopadem je možné zařadit kvalitu managementu, který je schopen udržet rostoucí tržní podíl i v případě, že u většiny velkých konkurentů tento podíl pozvolna klesá, dále široké portfolio produktů, kdy se zákazníci mohou kdykoli obrátit na společnost SCHENKER a vědí, že zajistí na rozdíl od konkurence přepravu jakýmkoli módem dopravy. Dalšími faktory jsou dlouhodobě budovaná image eco-friendly společnosti a kvalitní personál, který je pravidelně posílán na nákladné školení a je svými schopnostmi a znalostmi schopen zajišťovat výkonnost podniku. Mezi nevýhody je možno zařadit vyšší ceny poskytovaných služeb, což může být zejména na tomto relevantním trhu problémem.

### **3.3 Prognóza tržeb**

Na základě výše zjištěných skutečností, tedy zjištěné atraktivity relevantního trhu v hodnotě 54,17% a dále konkurenční síly podniku s hodnotou 75,44% je možné zkoumaný podnik označit za perspektivní s výhledem do budoucnosti. Toto zjištění je první informací, která potvrzuje předpoklad nekonečného trvání podniku (going concern).

Prvním krokem prognózy tržeb podniku je prognóza tržeb relevantního trhu. Prognóza tržeb odvětví byla z důvodu nejvyšší dosažené hodnoty korelačního koeficientu tržeb odvětví k HDP v běžných cenách vypracována na základě této závislosti. Pro prognózu byla využita lineární závislost vývoje relevantního trhu na HDP v běžných cenách, jelikož získané hodnoty nejlépe odpovídaly skutečné situaci na trhu v předchozích letech a dosahovaly nejvyššího indexu determinace 0,32 ze všech funkcí, které predikovaly reálný růst tržeb. Predikční test je uveden v příloze č. 5, ve které na základě analýzy historických hodnot lépe odpovídá kvadratická funkce, ovšem tato prognózuje průměrný roční růst tržeb ve výši 40 % a z tohoto byla označena za nereálnou a nebyla využita.

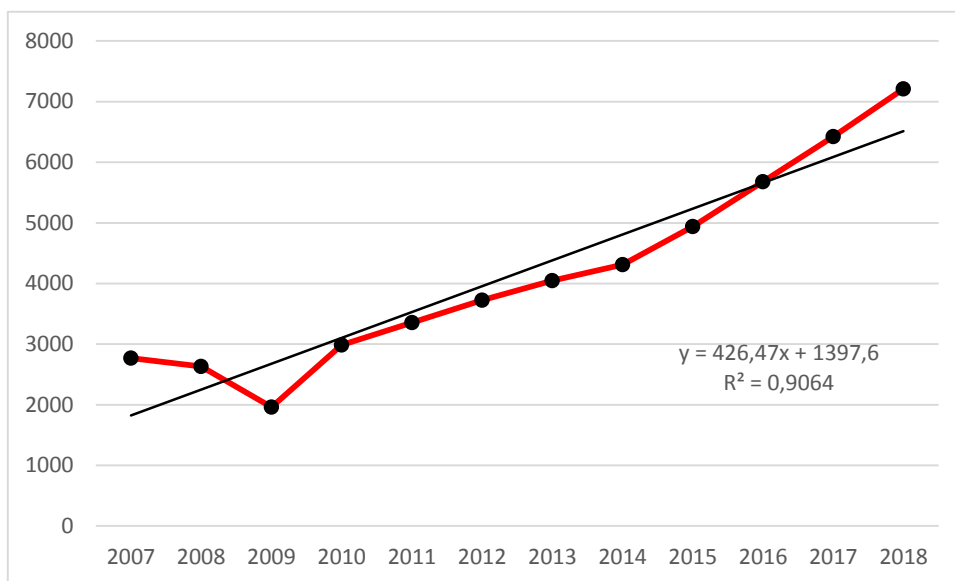
Průměrné tempo růstu trhu minulých let odpovídá hodnotě 1,14%, ovšem pokud je vynechán rok 2009 nejvíce zastižen ekonomickou krizí, je získána hodnota 4,29%. i vzhledem k historickému vývoji trhu, kde hodnoty růstu odpovídaly až 12%, byla vybrána funkce lineární, která predikuje průměrný růst v hodnotě 5,34%. Výsledkem prognózy je funkce  $y = 0,1558x - 204238$  kde  $x$  = HDP v běžných cenách a  $y$  = tržby trhu.

Vzhledem k faktu, že je prognóza zpracována na základě HDP v běžných cenách, nebude již při prognóze tržeb společnosti SCHENKER uvažována inflace. Na základě těchto skutečností lze následně dopočítat růst tržeb společnost SCHENKER a to vztahem  $\text{Tempo růstu tržeb} = \text{Tempo růstu trhu} * \text{Tempo růstu tržního podílu}$ . Tržní podíl roste konstantní rychlostí, jelikož strategická analýza neprokázala žádnou skutečnost, která by tento růst omezovala. K roku 2018 (konci prognózovaného období) je dosaženo hodnoty tržního podílu 1,3%. Zmíněné skutečnosti včetně hodnot a prognózy obsahuje následující tabulka:

**Tabulka č. 16 Prognóza růstu tržeb odvětví a podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 95]**

	<b>Rok</b>	<b>Relevantní trh (mil. Kč)</b>	<b>Tempo růstu trhu</b>	<b>Tržní podíl SCHENKER</b>	<b>Tempo růstu tržeb SCHENKER</b>	<b>Tržby SCHENKER (mil. Kč)</b>
<b>Minulost</b>	2007	418 193	x	0,662%	x	2 768
	2008	436 338	4,339%	0,603%	-4,986%	2 630
	2009	372 741	-14,575%	0,526%	-25,399%	1 962
	2010	399 043	7,056%	0,748%	52,090%	2 984
	2011	414 638	3,908%	0,810%	12,500%	3 357
	2012	432 433	4,292%	0,862%	10,992%	3 726
	2013	440 365	1,834%	0,919%	8,615%	4 047
<b>Prognóza</b>	2014	438 768	-0,360%	0,980%	6,580%	4 313
	2015	469 632	7,030%	1,050%	14,490%	4 938
	2016	504 673	7,460%	1,120%	14,950%	5 677
	2017	533 739	5,760%	1,200%	13,130%	6 422
	2018	560 306	4,980%	1,290%	12,290%	7 211

Z tabulky je patrné, že společnost dosahuje stabilního kladného nárůstu tržního podílu v celém sledovaném období. Tempo růstu tržeb bylo poznamenáno ekonomickou krizí vrcholící v roce 2009, avšak v dalších letech došlo ke korekci a dokonce ihned v prvním roce po krizi návratu tržeb až nad hodnotu roku 2008. Od roku 2010 a prudkého nárůstu tržeb po krizi se tempo růstu stabilizuje a vykazuje stabilní růst, se kterým prognóza počítá i do budoucnosti v hodnotách 6,58 – 14,95%. Vývoj tržeb podniku za období předchozí i prognózovaná je znázorněn v následujícím grafu:



**Obrázek č. 10 Vývoj tržeb podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 95]**

Jak bylo zmíněno výše, pro prognózované období jsou očekávány tržby v hodnotách 5,58 – 14,95%, tedy s průměrným růstem 12,29%, avšak v letech minulých byl průměrný růst tržeb na úrovni 8,97%. Jedná se o průměry aritmetické z důvodu existence záporného růstu roku 2009. Pokud je z analýzy průměrného růstu tržeb minulosti vynechána extrémní hodnota roku 2009, je získána hodnota průměrného přírůstku tržeb 15,84%. Tato hodnota je již blíže předpokládanému růstu tržeb prognózovaným v hodnotě 12,29%, a proto bude aktuální prognóza zachována.

## 4 Finanční analýza podniku

Finanční analýza je dalším významným krokem, který nelze při oceňování podniku opomenout. Úkolem této analýzy v rámci oceňování je především prověřit finanční zdraví podniku, vytvořit základ pro finanční plán a též potvrdit předpoklad „going concern“. Bez těchto informací nelze v oceňování podniku dále pokračovat. Analýza bude zpracována v následujících krocích:

- analýza základních účetních výkazů,
- analýza poměrových ukazatelů,
- vyhodnocení.

### 4.1 Analýza základních účetních výkazů

V této části budou zkoumány jednotlivé položky a soubory aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty. Hodnoceny budou jednotlivé položky, jejich změna, vývoj v čase a struktura.

#### 4.1.1 Analýza majetku

V následujících tabulkách je znázorněna vertikální a horizontální analýza majetku (aktiv) společnosti. Komentář ke struktuře aktiv a jejich vývoji v čase je uveden níže.

Tabulka č. 17 Vertikální analýza aktiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>20,06</b>	<b>13,33</b>	<b>18,25</b>	<b>35,02</b>	<b>44,05</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,32	0,81	0,46	0,51	0,31
Dlouhodobý hmotný majetek	18,75	12,53	17,79	34,51	43,74
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>78,76</b>	<b>80,40</b>	<b>77,15</b>	<b>62,56</b>	<b>55,15</b>
Zásoby	3,23	3,10	0,64	0,52	0,32
Dlouhodobé pohledávky	0,00	0,00	0,83	0,85	0,54
Krátkodobé pohledávky	73,78	72,66	72,47	59,11	52,94
Krátkodobý finanční majetek	1,75	4,64	3,21	2,08	1,35
<b>Časové rozlišení</b>	<b>1,17</b>	<b>6,27</b>	<b>4,60</b>	<b>2,42</b>	<b>0,80</b>

Tabulka č. 18 Horizontální analýza aktiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	09/10	10/11	11/12	12/13
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>50,52</b>	<b>4,94</b>	<b>22,91</b>	<b>38,01</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>0,03</b>	<b>43,65</b>	<b>135,87</b>	<b>73,58</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	-7,78	-39,88	35,54	-15,72
Dlouhodobý hmotný majetek	0,58	49,03	138,48	74,89
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>53,65</b>	<b>0,69</b>	<b>-0,33</b>	<b>21,66</b>
Zásoby	44,70	-78,42	-0,53	-14,27
Dlouhodobé pohledávky			26,60	-12,67
Krátkodobé pohledávky	48,24	4,66	0,25	23,60
Krátkodobý finanční majetek	297,96	-27,31	-20,26	-10,62
<b>Časové rozlišení</b>	<b>703,86</b>	<b>-22,93</b>	<b>-35,45</b>	<b>-54,07</b>

Z tabulek č. 15 a č. 16 uvedených výše je patrné, že společnost SCHENKER je společností kapitálově lehkou. Její oběžná aktiva se pohybují v rozmezí 78,76 (2009) – 55,15% (2013) z celkové bilanční sumy. Oběžná aktiva v letech 2009 – 2013 klesají na úkor růstu dlouhodobého hmotného majetku, jehož podíl na celkových aktivech se pohybuje v rozmezí 18,75 (2009) – 43,74 (2013). V letech 2010 - 2013 probíhala postupná výstavba nového sídla společnosti (doposud největší investice společnosti v historii), která byla završena právě v roce 2013. V následujících letech společnost takto významné investice neplánuje a lze tedy očekávat opětovný nárůst podílu oběžných aktiv. Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv (a zároveň celkových aktiv) jsou krátkodobé pohledávky s podílem na celkových aktivech v rozmezí 73,78 (2009) – 52,94 (2013).

V celém analyzovaném období lze sledovat postupný nárůst bilanční sumy. Největšího nárůstu 50,52% bylo dosaženo mezi roky 2009 a 2010 a to díky fúzím se společnostmi Schenker CS Interlogistik, a. s. a RAILOG, s. r. o. Po fúzi došlo k nárůstu takřka všech položek oběžných aktiv (celková OA v hodnotě 53,65 (2009)). Tyto položky společnost v průběhu sledovaného období postupně optimalizuje na přijatelnou úroveň. Jedná se především o krátkodobý finanční majetek a zásoby. Významný růst lze též sledovat u dlouhodobého hmotného majetku. Tento nárůst vysvětluje výstavba sídla společnosti zmíněná výše.

#### 4.1.2 Analýza zdrojů financování

V následujících tabulkách je znázorněna vertikální a horizontální analýza zdrojů financování (pasiv). Komentář ke struktuře a vývoji pasiv v čase je uveden níže.

Tabulka č. 19 Vertikální analýza pasiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>35,55</b>	<b>24,68</b>	<b>26,47</b>	<b>22,58</b>	<b>24,26</b>
Základní kapitál	0,18	0,12	0,11	0,09	0,07
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	0,26	0,16	0,05	0,02	0,01
Výsledek hospodaření minulých let	41,85	19,74	18,81	15,30	16,28
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-6,75	4,66	7,50	7,17	7,90
<b>Cizí zdroje</b>	<b>64,45</b>	<b>68,06</b>	<b>69,60</b>	<b>75,30</b>	<b>74,77</b>
Rezervy	4,72	2,77	9,09	5,11	3,02
Dlouhodobé závazky	1,45	1,00	4,89	12,42	31,24
Krátkodobé závazky	58,28	64,30	55,61	57,77	40,51
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0,00</b>	<b>7,26</b>	<b>3,93</b>	<b>2,12</b>	<b>0,97</b>

Tabulka č. 20 Horizontální analýza pasiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	09/10	10/11	11/12	12/13
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>50,52</b>	<b>4,94</b>	<b>22,91</b>	<b>38,01</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>4,50</b>	<b>12,57</b>	<b>4,85</b>	<b>48,27</b>
Základní kapitál	0,00	0,00	0,00	0,00
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	-7,13	-65,69	-57,36	0,00
Výsledek hospodaření minulých let	-29,02	0,00	0,00	46,84
Výsledek hospodaření běžného účetního období	-203,99	68,81	17,51	52,07
<b>Cizí zdroje</b>	<b>58,95</b>	<b>7,31</b>	<b>32,97</b>	<b>37,04</b>
Rezervy	-11,88	245,18	-30,99	-18,30
Dlouhodobé závazky	4,01	413,06	212,08	247,12
Krátkodobé závazky	66,05	-9,23	27,68	-3,23
<b>Časové rozlišení</b>		<b>-43,21</b>	<b>-33,60</b>	<b>-36,73</b>

Dominantní položku, co se týče podílu na celkových pasivech, tvoří cizí zdroje a potažmo krátkodobé neúročené závazky s podílem na celkových pasivech v rozmezí 58,28 (2009) – 40,51% (2013). Tento stav značí silnou vyjednávací pozici podniku vůči dodavatelům. Financování cizím kapitálem je všeobecně považováno za více rizikové, než financování kapitálem vlastním. V tomto případě se jedná o explicitně neúročené závazky (cizí kapitál). Přínos tohoto typu financování však lze spatřit později při analýze rentability vlastního kapitálu. Ve sledovaných letech lze též pozorovat významný nárůst dlouhodobých závazků. Tento nárůst je způsoben půjčkami finančních prostředků od mateřské společnosti sídlící v Rakousku za účelem výstavby sídla společnosti. Vlastní kapitál tvoří 35,55 (2009) – 24,26% (2013) celkových pasiv a jeho dominantní složkou je nerozdělený zisk minulých let.

Během sledovaného období se hodnoty pasiv zvyšují. Lze sledovat rychlejší nárůst cizího kapitálu oproti kapitálu vlastnímu, jehož hodnota klesá. V letech 2009/2010 lze sledovat významný pokles výsledku hospodaření běžného období i minulých let. Tento byl způsoben fúzí ztrátové společnosti RAILOG a zároveň ekonomickou krizí, která roku 2009 vyvrcholila. Od roku 2010 již výsledek hospodaření roste.

### 4.1.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

V následujících tabulkách je znázorněna vertikální a horizontální analýza výkazu zisku a ztráty. Komentář ke struktuře a vývoji položek výkazu zisku a ztráty v čase je uveden níže.

Tabulka č. 21 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	2009	2010	2011	2012	2013
Výkony	98,14	98,40	98,58	98,76	99,11
Výkonová spotřeba	82,59	82,98	82,65	84,88	85,33
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>15,78</b>	<b>15,53</b>	<b>16,04</b>	<b>13,95</b>	<b>13,86</b>
Osobní náklady	14,73	12,26	12,13	11,34	10,31
Odpisy	0,92	1,05	0,91	0,73	1,02
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-1,68</b>	<b>2,40</b>	<b>2,64</b>	<b>2,70</b>	<b>3,73</b>
Nákladové úroky	0,01	0,06	0,02	0,1	0,16
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>-1,90</b>	<b>1,55</b>	<b>1,98</b>	<b>2,08</b>	<b>2,93</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>-1,90</b>	<b>1,31</b>	<b>1,98</b>	<b>2,08</b>	<b>2,93</b>

Tabulka č. 22 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75]

	09/10	10/11	11/12	12/13
Výkony	52,13	11,70	11,62	8,62
Výkonová spotřeba	52,45	11,06	14,41	8,82
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>49,34</b>	<b>15,13</b>	<b>-3,12</b>	<b>7,58</b>
Osobní náklady	26,35	10,24	4,23	-1,60
Odpisy	73,58	-3,49	-10,65	51,24
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-317,71</b>	<b>22,47</b>	<b>13,96</b>	<b>49,43</b>
Nákladové úroky	934,5	-70,38	612,79	78,61
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>-223,14</b>	<b>42,55</b>	<b>17,51</b>	<b>52,07</b>
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>-203,99</b>	<b>68,81</b>	<b>17,51</b>	<b>52,07</b>

Po poklesu tržeb v letech 2007 až 2009 díky vyvrcholení ekonomické krize vykazuje společnost stálý nárůst tržeb. Dominantní nákladovou položku tvoří výkonová spotřeba s rozsahem 82,59 (2009) – 85,33% (2013). Ve sledovaném období výkonová



spotřeba pomalu roste, avšak rostou i tržby společnosti a to rychlejším tempem, což se odráží v růstu výsledku hospodaření. Největší dopad na výkonovou spotřebu mají služby s podílem cca 83%. Naprostou většinu vstupních služeb společnosti tvoří platby dopravcům. Rentabilita společnosti a i výsledné ocenění bude velmi citlivé na změnu cen, které jsou placeny dopravcům za jejich služby. Podíl osobních nákladů je spíše minoritní a vykazuje stálý pokles, což při zvyšujících se výkonech značí zvyšování efektivnosti práce. Odpisy tvoří 0,92 (2009) – 1,02% (2013) na tržbách společnosti. V meziročních změnách se jedná o největší nárůst mezi roky 09/10 a 12/13. Mezi lety 2009-2010 se jedná o nárůst spojený s fúzováním dalších společností a rok 2012-2013 reprezentuje výstavbu a vybavení nového sídla společnosti.

Nákladové úroky představují minimální procento podílu na celkových tržbách 0,01 (2009) – 0,16% (2013). Jejich nárůst je nejmarkantnější mezi lety 2009-2010 (934%) opět díky fúzi a nutnosti financování cizím kapitálem a lety 2011-2012 (612%) díky přijetí největší části půjčky mateřské společnosti a začátkem jejího splácení. Výsledek hospodaření vykazuje stálý růst o vysoké hodnoty -223,14 (2009) – 52,07% (2013) s výjimkou roku 2009/2010, který byl ovlivněn fúzí, jak bylo zmíněno výše. Problémem však může být velmi nízká rentabilita v hodnotách -1,90 – 2,93. Pozitivní zprávou však je, že rentabilita vykazuje rostoucí trend.

## **4.2 Analýza poměrových ukazatelů**

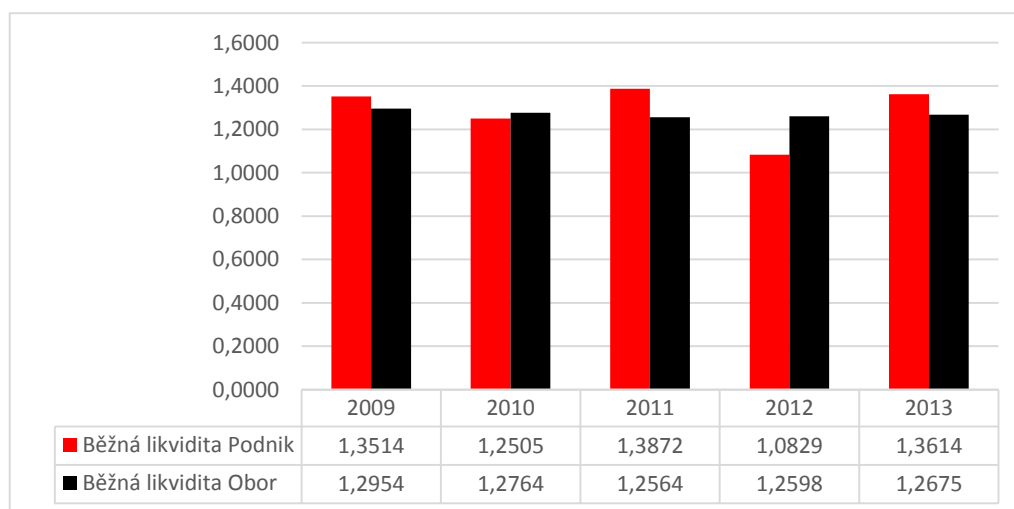
Analýza poměrových ukazatelů je dalším nástrojem finanční analýzy a umožňuje porovnat získané výsledky s dalšími hodnotami, jako jsou například hodnoty odvětví, konkurence atp. Následující ukazatele jsou rozděleny do jednotlivých skupin dle prof. Maříka a k vybraným ukazatelům jsou dále uvedeny grafy znázorňující porovnání podnikových hodnot s dopočtenými hodnotami (medián) vymezeného relevantního trhu, které byly získány z databáze AMADEUS. Hodnoty vymezeného relevantního trhu byly získány na základě výpočtu mediánů za 13 541 aktivních podniků působících v České republice v odvětví doprava a skladování. Vybraná data a hodnoty byly analyzovány a dopočteny za roky 2008 – 2013.

## 4.2.1 Ukazatele likvidity

Tabulka č. 23 Ukazatele likvidity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

		2009	2010	2011	2012	2013
Pracovní kapitál	OAKT-KD	122 341	128 496	198 173	55 752	219 049
Běžná likvidita	OAKD/KD	1,3514	1,2505	1,3872	1,0829	1,3614
Pohotová likvidita	(OAKT+OA-Zás.)/(KD+OP)	1,2960	1,2022	1,3608	1,0592	1,3401
Peněžní likvidita	FM/KD	0,0301	0,1452	0,1182	0,0899	0,1812

Pokud je opomenut rok 2012, společnost v podstatě vykazuje stálé udržování hodnot běžné likvidity. Hodnoty se pohybují od 1,35 (2009) – 1,36 (2013), tedy nedosahují doporučených hodnot 1,5-2,5. Důvodem může být velký podíl krátkodobých závazků a skutečnost, že společnost má velmi silné postavení vůči svým dodavatelům. Běžná likvidita neklesá a tuto situaci můžeme tedy označit za standardní. Hodnoty pohotovosti likvidity se pohybují v rozmezí 1,3 (2009) – 1,34 (2013) a v podstatě se příliš neliší od hodnot likvidity běžné. Je to způsobeno absencí bankovních úvěrů a krátkodobým finančním majetkem v zanedbatelné výši. Hodnoty peněžní likvidity se pohybují na velmi nízké úrovni v rozmezí 0,03 (2009) – 0,18 (2013) a nedosahují minimální doporučené hodnoty 0,2. Toto je opět způsobeno vysokým podílem krátkodobých závazků a nízkým podílem krátkodobého finančního majetku. Hodnota peněžní likvidity v tomto případě nepředstavuje problém, jelikož společnost využívá cash-poolového účtu mateřské společnosti. Při výpočtu peněžní likvidity byla tedy do peněžních prostředků zahrnuta i hodnota pohledávek za ovládací osobu díky existenci cash-poolového účtu, ze kterých má společnost zpětně dostupné peníze do jednoho dne.



Obrázek č. 11 Běžná likvidita podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

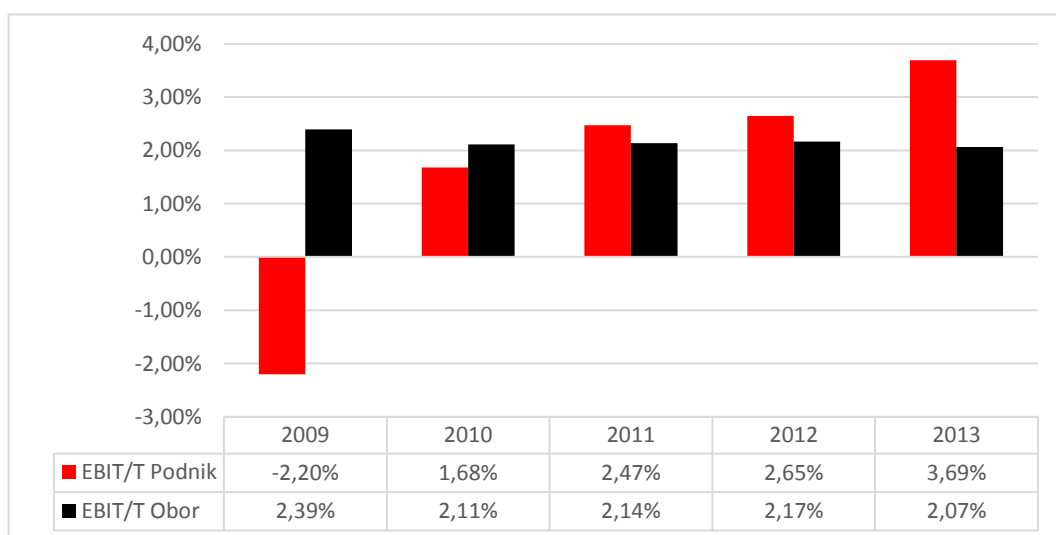
K porovnání byla vybrána běžná likvidita podniku a sledovaného relevantního trhu. Je zřejmé, že hodnoty se pohybují v přibližně stejné úrovni, kdy podnik lehce převyšuje hodnoty tržní. Stávající situace podniku tedy zcela odpovídá běžné situaci na trhu.

#### 4.2.2 Ukazatele rentability

Tabulka č. 24 Ukazatele rentability, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

		2009	2010	2011	2012	2013
ROA	EBIT/A	-7,73%	5,93%	9,35%	9,03%	9,91%
ROE	EAT/VK	-18,98%	18,89%	28,32%	31,75%	32,56%
ROS	EBIT/T	-2,20%	1,68%	2,47%	2,65%	3,69%
ROS	EAT/T	-1,92%	1,32%	1,98%	2,10%	2,94%

Jak již bylo několikrát zmíněno výše, podnik se nachází na silně konkurenčním trhu s homogenním produktem, kde je konkurenční výhodou běžných operací cena. Z tohoto důvodu jsou hodnoty rentability tržeb na velmi nízké úrovni. Pozitivní zprávou ovšem je, že hodnoty postupně rostou. Podnik vykazuje velmi vysoké hodnoty rentability vlastního kapitálu s rostoucím trendem. Toto je způsobeno především skutečností, že podnik využívá pro financování z naprosté většiny cizí zdroje. Mínusové položky roku 2009 byly zapříčiněny fúzí jiné ztrátové společnosti.



Obrázek č. 12 Rentabilita tržeb podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

Pro porovnání hodnot s relevantním trhem byla vybrána rentabilita tržeb ze zisku před zdaněním a nákladovými úroky. Je evidentní, že společnost vykazuje mnohem vyšší růst rentability než celkový trh, který s vývojem výše rentability v čase stagnuje.

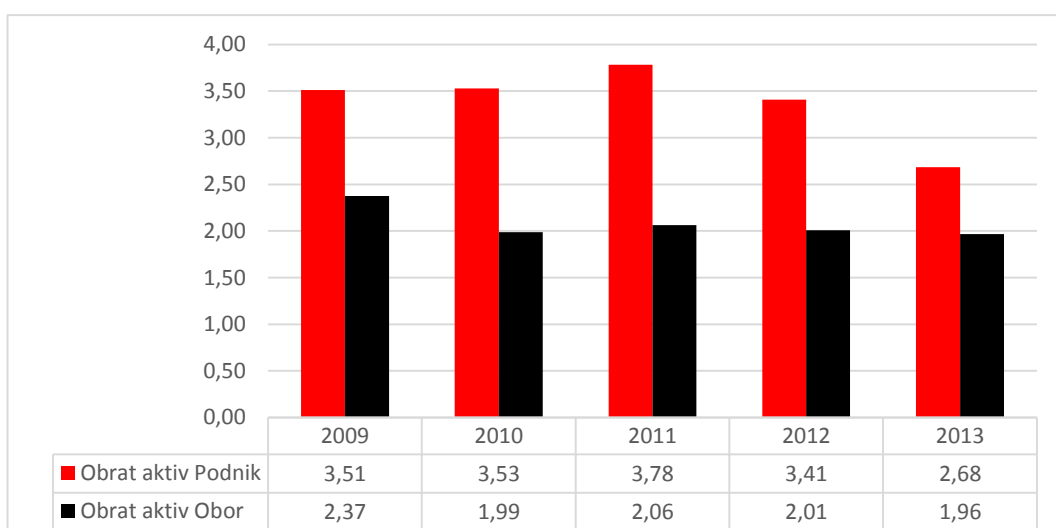
### 4.2.3 Ukazatele aktivity

Tabulka č. 25 Ukazatele aktivity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

		2009	2010	2011	2012	2013
Obrat aktiv	T/A	3,51	3,53	3,78	3,41	2,68
Obrat zásob	T/Zásoby	108,81	113,76	593,02	660,21	837,13
Doba obratu aktiv	A/(T/360)	102,53	102,02	95,16	105,62	134,09
Doba obratu zásob	Zásoby/(T/360)	3,31	3,16	0,61	0,55	0,43
Doba inkasa pohledávek	Pohl/(T/360)	75,65	74,13	69,75	63,33	71,71
Doba splatnosti krátk. Závazků	KZ/(T/360)	59,76	65,59	52,92	61,02	54,32

Ukazatel obratu aktiv se za sledované období pohybuje na vyšších úrovních v rozmezí 3,51 (2009) – 2,68 (2013). Podnik začal vykazovat obrat aktiv v rozmezí doporučených hodnot 1,6 – 3 až roku 2013. Zvyšování obratu aktiv nemusí být vždy pozitivní zprávou. Je třeba vyvarovat se příliš vysokých hodnot, aby v budoucnu nedocházelo k „přehřívání“ podniku. Doba obratu zásob je na velmi vysoké úrovni, ovšem tento ukazatel je pro podnik zcela nerelevantní. Podnik vykazuje vysoké tržby a v podstatě nulové zásoby, které se omezují jen na administrativní vybavení kanceláří, záložní IT techniku atp.

Doba inkasa pohledávek se pohybuje v rozmezí 63 – 71 dnů, což je v tomto odvětví standardem. Pozitivní zprávou je, že podniku se daří dobu inkasa pohledávek snižovat. Doba splatnosti krátkodobých závazků se též v čase vyvíjí, ale pro společnost spíše negativním směrem.



Obrázek č. 13 Obrat aktiv podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

Z obrázku je patrné, že podnik vykazuje vyšší hodnoty obratu aktiv než celé odvětví. Roku 2013 se podařilo snížit hodnotu obratu aktiv do spektra doporučovaných hodnot 1,6 – 3. Situace je z tohoto pohledu pro společnost příznivá.

#### 4.2.4 Ukazatele zadlužení

Tabulka č. 26 Ukazatele zadlužení, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]

		2009	2010	2011	2012	2013
Koeficient samofinancování	VK/A	35,55%	24,68%	26,47%	22,58%	24,26%
Celková zadluženost	(CZ-rez.)/A	59,73%	65,30%	60,55%	70,19%	71,74%
Úrokové krytí I.	EBIT/Úroky	-255,29	28,51	159,25	26,51	22,49
Úrokové krytí II.	EBITDA/Úroky	-147,49	46,60	218,18	33,90	28,75

Koeficient samofinancování je oproti celkové zadluženosti na velmi nízké úrovni.

Tento vykazuje přibližně stálý vývoj na podobných hodnotách, avšak celková zadluženost podniku pozvolna roste. Největší podíl na cizím kapitálu představují krátkodobé závazky, které též postupně narůstají. Vysoké hodnoty zadlužení mohou představovat vysoké riziko. Společnost ovšem zároveň vykazuje vysoké hodnoty úrokového krytí, což představuje velmi dobrý signál.

#### 4.3 Souhrnné indexy

Souhrnné indexy vyjadřují souhrnně jedním číslem celkovou finanční situaci a finanční zdraví zkoumaného podniku. Jednotlivých modelů existuje celá řada. Jako příklad lze uvést Altmanův model In05 manželů Neumaierových, index bankrotu atp. Na základě posledních analýz se však Altmanův model jeví jako nejpřesnější pro určování finančního zdraví podniku. Výše zmíněné modely jsou zaměřeny na podniky průmyslové výroby. Pro účely této práce bude tedy využit Altmanův model pro nevýrobní podniky, který je jediný použitelný pro podniky nevýrobní. Model zní následovně: [19]

$$\text{Z-score} = 6,56 \cdot \text{ČPK}/A + 3,26 \cdot \text{NZ}/A + 6,72 \cdot \text{EBIT}/A + 1,05 \cdot \text{VK}/CZ$$

**Kde:**

<b>ČPK/A</b>	poměr čistého pracovního kapitálu a celkových aktiv,
<b>NZ/A</b>	poměr nerozděleného zisku a celkových aktiv,
<b>EBIT/A</b>	poměr EBIT a celkových aktiv,
<b>VK/CZ</b>	poměr účetní hodnoty vlastního kapitálu a celkových závazků.

Současná přesnost modelu je stanovena následovně. Aktivní podnik model správně identifikuje až v 54% případů, nevyhodnoceno zůstane až 39,5% a chybně vyhodnoceno je až 14,2%. Bankrotní podniky jsou správně identifikovány až ve 49,4%, nevyhodnoceno zůstane až 30% a chybně vyhodnoceno je až 51,6%.

Při vyhodnocování modelu je nutné řídit se následujícími hodnotami. Hodnoty Z-score > 2,9 je podnik považován za finančně zdravý. V rozmezí hodnot  $1,23 < \text{Z-score} < 2,9$  spadá podnik do tzv. šedé zóny a nelze určit, zda je finančně zdravý či nikoliv. Pokud jsou hodnoty Z-score < 1,23 je podnik považován za ohrožený bankrotem. [19]

Tabulka č. 27 Altmanův index pro nevýrobní podniky, Zdroj: [11], [19], Vlastní zpracování dle [19]

Ukazatel	Váha	2009		2010		2011		2012		2013	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%	abs.	%
ČPK/A	6,56	0,22	47,91	0,15	38,23	0,22	46,35	0,05	18,82	0,14	38,02
NZ/A	3,26	0,42	46,02	0,20	24,82	0,19	19,51	0,15	28,16	0,16	21,26
EBIT/A	6,72	-0,06	-13,46	0,09	22,26	0,10	21,43	0,09	35,25	0,10	27,08
VK/CZ	1,05	0,55	19,53	0,36	14,68	0,38	12,71	0,30	17,77	0,32	13,64
Z-score		2,96	100,00	2,59	100,00	3,14	100,00	1,77	100,00	2,50	100,00
Ohrožen?		NE		ŠZ		NE		ŠZ		ŠZ	

Výsledky zkoumaného podniku na základě Altmanova indexu stanovují, že podnik nebyl v celém zkoumaném období ohrožen bankrotem nebo spadá do šedé zóny výsledků. Tento výsledek je pro další pokračování práce příznivý a podnik je možné na základě celé finanční analýzy a analýzy Altmanova modelu označit za finančně zdravý.

## 4.4 Vyhodnocení finanční analýzy

V této části bude krátce zhodnocena finanční analýza uvedená výše s rozdělením na kladné a záporné stránky finanční situace podniku.

### 4.4.1 Kladné stránky finanční pozice podniku

V celém zkoumaném období lze sledovat nárůst bilanční sumy a též celkových tržeb podniku. Podnik tedy nestagňuje, ale roste. Kladnou stránkou je vysoká míra rentability vlastního kapitálu. Podnik intenzivně využívá financování cizím kapitálem a to navíc zpravidla explicitně neúročeným (krátkodobé závazky), a lze tedy tvrdit, že cizí kapitál má (též díky kapitálově silné mateřské společnosti) dostupný za velmi nízké úrokové sazby (opomeneme-li transakční náklady).

V další skupině kladných stránek lze uvést nízké hodnoty peněžní likvidity. Podnik nemá evidentně finanční potíže a nízké hodnoty likvidity tedy spíše odkazují na existenci řízení pomocí cash managementu. Společnosti se též daří postupně snižovat dobu inkasa pohledávek od zákazníků. Společnost též vykazuje záporné investiční cashflow ve všech sledovaných obdobích. Toto cashflow významně převyšuje odpisy společnosti a lze tedy předpokládat další dynamický růst společnosti.

Za poslední kladnou stránku finanční pozice podniku lze uvést existenci kapitálově silné zahraniční mateřské společnosti, která v případě potřeby zapůjčí potřebný investiční kapitál.

#### **4.4.2 Záporné stránky finanční pozice podniku**

Mezi zápornými stránkami může být zmíněn fakt, že společnost využívá k financování z většiny cizí kapitál. Tento je sice explicitně neúročený, ale všeobecně je cizí kapitál jako prostředek financování považován za více rizikový, než kapitál vlastní. Z této skutečnosti dále pramení vyšší celková zadluženost společnosti, kterou však z největší míry tvoří krátkodobé závazky. Důležitou poznámkou je, že výkony rostou pomaleji než výkonová spotřeba. Společnost též nedosahuje doporučených hodnot běžné a pohotové likvidity, ovšem tento jev převládá na celém vymezeném relevantním trhu. Mezi negativní jevy lze též zařadit velmi vysoký podíl výkonové spotřeby na tržbách. Tento fakt je však nutné mírnit, jelikož společnost působí na zasílatelském trhu a naprostou většinu svých služeb outsourcuje například pomocí externích dopravců atp.

#### **4.4.3 Závěr**

Závěrem lze shrnout finanční analýzu v prohlášení, že podnik je finančně zdravý a během analýzy nebyly identifikovány žádné symptomy, které by vedly k dojmu, že v současné chvíli neexistují rizika, která by měla podnik po finanční stránce významnějším způsobem ohrozit. Na základě výsledků strategické analýzy a nyní i finanční analýzy lze tedy potvrdit předpoklad „going concern“. Podnik tedy má perspektivu přežít v dlouhém období.

## 4.5 SWOT analýza

V této části práce je uvedena analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb, která vychází ze závěrů strategické analýzy a analýzy finanční.

Tabulka č. 28 SWOT analýza SCHENKER, Zdroj: [11], Vlastní zpracování

S - Silné stránky	W - Slabé stránky
Široké portfolio nabízených služeb	Homogenní produkt
Kvalita poskytovaných služeb	Nízká rentabilita
Pružná změna kapacity poskytovaných služeb	Vyšší závislost na výkonnosti zaměstnanců
Zázemí mezinárodního koncernu	Vyšší celková zadluženost společnosti
Prezentace a image firmy jako "zelené" společnosti	
Dobrá pověst firmy a více než 20 let tradice	
Certifikace ISO 9001 a ISO 14001	

O - Příležitosti	T - Hrozby
Nenahraditelnost dopravních služeb = rostoucí poptávka	Vyšší citlivost na konjunkturu
Schopnost vyššího růstu rentability, než u konkurence	Silně konkurenční prostředí
Akvizice nových zákazníků	Hospodářská recese
Silná pozice vůči dodavatelům	Možnost ztráty strategického zákazníka



## **5 Prognóza generátorů hodnoty**

Před zahájením fáze analýzy a prognózy generátorů hodnoty je nutné provést rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný a dále vymezit korigovaný provozní výsledek hospodaření. Rozdělení majetku a vymezení korigovaného provozního výsledku hospodaření je uvedeno v příloze č. 6.

Prognóza generátorů hodnoty zkoumá několik podnikových veličin, které každá jistou měrou určují konečnou hodnotu podniku. V této části práce budou generátory identifikovány a prognózovány. Tato část je základní částí samotného ocenění podniku. Podrobné rozdělení jednotlivých generátorů hodnoty je uvedeno v kapitole 1.9 Analýza a prognóza generátorů hodnoty.

### **5.1 Tržby**

Historický vývoj a prognóza tržeb podniku do budoucnosti až do roku 2018 je uvedena v kapitole 3.3 Prognóza tržeb v tabulce č. 16. Stanovená prognóza výše tržeb bude využita pro stanovení finančního plánu. Stanovená prognóza tržeb není v rozporu s kapacitními možnostmi podniku.

### **5.2 Zisková marže**

Analýza ziskové marže byla provedena shora i zdola. Prognóza ziskové marže shora byla dle prof. Mařika stanovena na základě historických hodnot a na základě této byla nadále upravena prognóza ziskové marže zdola.

Analyzovaný podnik vykazuje v historických datech pomalý nárůst ziskové marže. Tuto marži výrazně ovlivňuje hodnota roku 2009, kdy marže dosáhla záporné hodnoty -0,8% a to díky vrcholící ekonomické krizi. Jelikož odvětví je vysoce konkurenční, nelze předpokládat dramatický nárůst této marže do budoucnosti. V prognóze je tedy uvažována konstantní zisková marže 4,85%, která je pouze o 0,08 p.b. vyšší, než za poslední známý rok 2013.

Prognóza ziskové marže zdola byla v naprosté většině položek uvažována na základě geometrického průměru hodnot z let předchozích. Výjimkou je položka osobních nákladů. Již ve finanční analýze je evidentní, že společnost je schopna lépe využívat

pracovní sílu a postupem let zvyšuje její efektivitu. Z tohoto důvodu byla zachována hodnota roku 2013 tedy 10,4%, která je z historických známých hodnot nejnižší, i pro prognózu let následujících.

Prognóza ziskové marže podniku shora i zdola je uvedena v následujících tabulkách.

**Tabulka č. 29 Analýza ziskové marže zdola, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132]**

Podíly z tržeb	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Obchodní marže</b>	0,23%	0,12%	0,12%	0,06%	0,08%
<b>Přidaná hodnota</b>	16,10%	15,81%	16,17%	14,12%	13,99%
<b>Osobní náklady</b>	15,03%	12,48%	12,23%	11,49%	10,40%
<b>Mzdové náklady</b>	11,05%	9,12%	8,91%	8,43%	7,60%
<b>Náklady na soc. zab.</b>	3,56%	3,04%	3,02%	2,78%	2,55%
<b>Daně a poplatky</b>	0,01%	0,01%	0,01%	0,00%	0,01%
<b>Ostatní provozní položky</b>	1,87%	-0,10%	0,35%	-0,77%	-1,19%
<b>Obchodní marže (tis. Kč)</b>	4 576	3 439	3 889	2 368	3 366
<b>Podíl z tržeb</b>	0,23%	0,12%	0,12%	0,06%	0,08%
<b>Roční tempo růstu</b>		-24,85%	13,09%	-39,11%	42,15%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	-7,39%				
<b>Výkony (tis. Kč)</b>	1 964 324	2 988 261	3 337 799	3 725 718	4 046 892
<b>Podíl z tržeb</b>	100,14%	100,14%	99,42%	100,00%	100,00%
<b>Roční tempo růstu</b>		52,13%	11,70%	11,62%	8,62%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	19,81%				
<b>Výkonová spotřeba (tis. Kč)</b>	1 653 091	2 520 060	2 798 676	3 202 004	3 484 300
<b>Podíl z tržeb</b>	84,27%	84,45%	83,37%	85,94%	86,10%
<b>Roční tempo růstu</b>		52,45%	11,06%	14,41%	8,82%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	20,49%				
<b>Průměrná inflace</b>	0,94%				
<b>Osobní náklady (tis. Kč)</b>	294 770	372 433	410 552	427 921	421 078
<b>Roční tempo růstu</b>		26,35%	10,24%	4,23%	-1,60%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	9,33%				
<b>KPVH před odpisy</b>	- 15 764	102 065	120 592	126 707	192 959
<b>Zisková marže zdola</b>	-0,80%	3,42%	3,59%	3,40%	4,77%

Při prognózování jednotlivých položek ovlivňujících ziskovou marži bylo vycházeno z historických dat. Výkonová spotřeba rostla v minulosti o 0,7% rychleji než výkony. Tento fakt lze přisoudit silnému tlaku na snižování cen po ekonomické krizi a v prognóze je dále uvažován vývoj těchto položek v totožném tempu. Naopak osobní náklady vykazovaly o 10,5% pomalejší růst než výkony a je dále předpokládáno, že podnik udrží současnou produktivitu práce minimálně na poslední známé úrovni. Ostatní

položky jako daně a poplatky nemají téměř žádný vliv a s tímto faktem je uvažováno i v prognóze.

Tabulka č. 30 Prognóza ziskové marže zdola, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132]

Podíly z tržeb	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Obchodní marže</b>	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
<b>Přidaná hodnota</b>	15,21%	15,21%	15,21%	15,21%	15,21%
<b>Osobní náklady</b>	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%	10,40%
<b>Mzdové náklady</b>	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%	8,95%
<b>Náklady na soc. zab.</b>	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%
<b>Daně a poplatky</b>	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%
<b>Ostatní provozní položky</b>	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%
<b>Obchodní marže (tis. Kč)</b>	4 766	5 456	6 272	7 095	7 968
<b>Podíl z tržeb</b>	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
<b>Roční tempo růstu</b>	41,58%	14,49%	14,95%	13,13%	12,29%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	13,71%				
<b>Výkony (tis. Kč)</b>	4 313 307	4 938 425	5 676 702	6 421 988	7 211 424
<b>Podíl z tržeb</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>Roční tempo růstu</b>	6,58%	14,49%	14,95%	13,13%	12,29%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	13,71%				
<b>Výkonová spotřeba (tis. Kč)</b>	3 658 528	4 188 750	4 814 953	5 447 102	6 116 698
<b>Podíl z tržeb</b>	84,82%	84,82%	84,82%	84,82%	84,82%
<b>Roční tempo růstu</b>	5,00%	14,49%	14,95%	13,13%	12,29%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	13,71%				
<b>Průměrná inflace</b>	1,84%				
<b>Osobní náklady (tis. Kč)</b>	448 798	513 842	590 659	668 206	750 347
<b>Roční tempo růstu</b>	6,58%	14,49%	14,95%	13,13%	12,29%
<b>Průměrné tempo růstu</b>	13,71%				
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>209 210</b>	<b>239 530</b>	<b>275 339</b>	<b>311 487</b>	<b>349 778</b>
<b>Zisková marže zdola</b>	<b>4,85%</b>	<b>4,85%</b>	<b>4,85%</b>	<b>4,85%</b>	<b>4,85%</b>

V tabulce níže je uvedena prognóza ziskové marže shora, která koresponduje s hodnotami s prognózou ziskové marže zdola.

Tabulka č. 31 Analýza a prognóza ziskové marže shora, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132]

Analýza ZM shora	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>KPVH před odpisy (tis. Kč)</b>	- 15 764	102 065	120 592	126 707	192 959	209 210	239 530	275 339	311 487	349 778
<b>Průměrné tempo růstu</b>	17,26%					13,71%				
<b>Zisková marže</b>	-0,80%	3,42%	3,59%	3,40%	4,77%	4,85%	4,85%	4,85%	4,85%	4,85%

## 5.3 Pracovní kapitál

Struktura pracovního kapitálu, jeho vývoj a dále výsledný upravený pracovní kapitál je uvedena v tabulce níže. Popis a zdůvodnění jednotlivých položek, je uveden pod tabulkou.

Tabulka č. 32 Doba obratu a upravený pracovní kapitál, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 132-136]

Doba obratu z tržeb (dny)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Zásoby celkem	3,4	3,2	0,6	0,6	0,4	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Pohledávky	77,6	70,7	67,9	61,1	64,8	68,2	68,2	68,2	68,2	68,2
Kr. závazky celk.	61,3	66,9	54,0	62,1	55,3	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7
Provozně nutná likvidita	0,03	0,15	0,12	0,09	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Provozně nutné peníze	9 905	79 418	58 653	56 998	91 983	105 848	121 188	139 305	157 595	176 967
Upravený prac. kapitál (tis. Kč)										
Zásoby	18 231	26 380	5 693	5 663	4 855	13 056	14 948	17 182	19 438	21 828
Pohledávky	416 860	577 941	624 136	623 558	718 865	805 754	922 530	1 060 445	1 199 669	1 347 141
Peněž. prostředky provozně nutné	9 905	79 418	58 653	56 998	91 983	105 848	121 188	139 305	157 595	176 967
Ostatní aktiva	6 629	53 288	41 068	26 509	12 176	12 176	12 176	12 176	12 176	12 176
Kr. závazky	329 284	546 774	496 306	633 688	613 221	705 653	807 921	928 703	1 050 631	1 179 781
Ostatní pasiva	0	61 757	35 071	23 288	14 734	14 734	14 734	14 734	14 734	14 734
Upravený prac. kapitál	122 341	128 496	198 173	55 752	199 924	216 447	248 186	285 672	323 513	363 596
k <sub>we</sub>	3,72%					5,08%				

Doba obratu zásob je v tomto případě ukazatel s velmi malou vahou. Je to způsobeno především charakterem činnosti zkoumaného podniku. Zkoumaný podnik je nevýrobní a drží zásoby potřebné především k administrativnímu provozu atp. Z toho důvodu je výše zásob na minimální úrovni. U doby obratu pohledávek lze pozorovat pozvolný pokles a s tímto je i nadále počítáno do budoucnosti na stabilní úrovni 68,2 dne. Pohledávky byly upraveny o pohledávky za ovládanou osobu (cash-poolový účet). Stanovená hodnota je v tomto odvětví běžná. Ukazatel doby obratu krátkodobých závazků vykazuje v historických datech značně kolísavé hodnoty. Z tohoto důvodu je pro další vývoj předpokládán geometrický průměr hodnot historických na úrovni 59,7 dne.

Z výše stanovených dob obrátů je dále stanovena provozně potřebná výše peněžních prostředků, likvidity a dopočítány výše jednotlivých položek upraveného

pracovního kapitálu. Peněžní likvidita je oproti historickým výkyvům plánována v minimální doporučené výši 0,15. Společnost také pravidelně odvádí aktuálně přebytečnou likviditu na cash-poolový účet své mateřské společnosti. Závěrem je stanoven koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu. Pro prognózu je předpokládán růst v hodnotě 5,08%.

## 5.4 Dlouhodobý majetek a investice

Stanovení prognózy dlouhodobého majetku a investic považuje prof. Mařík za nejnáročnější část plánování generátorů hodnoty. V tabulce níže jsou uvedeny historické hodnoty vztažené k dlouhodobému majetku v rozdělení na majetek nehmotný, stavby a samostatné movité věci a soubory movitých věcí. Z těchto údajů byla odhadnuta náročnost růstu tržeb ve sledovaném období. Přírůstek tržeb činil 2 085 237 tis. Kč.

**Tabulka č. 33 Investiční náročnost růstu tržeb za minulost, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138]**

<b>Nehmotný majetek (tis. Kč)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Stav majetku ke konci roku	7 434	6 856	4 122	5 587	4 709
Odpisy		9 471	5 989	2 706	5 045
Investice netto		- 578	-2 734	1 465	- 878
Investice brutto		8 893	3 255	4 171	4 167
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>-0,131%</b>				
<b>Stavby (tis. Kč)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Stav majetku ke konci roku	5 312	5 668	5 547	5 201	391 465
Odpisy		6 768	4 951	3 641	4 697
Investice netto		356	- 121	- 346	386 264
Investice brutto		7 124	4 830	3 295	390 961
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>18,518%</b>				
<b>Samostatné movité věci (tis. Kč)</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Stav majetku ke konci roku	12 370	22 827	32 363	35 420	62 656
Odpisy		15 759	19 941	21 245	31 987
Zůstatková hodnota prodaného zařízení		2	5	321	53
Investice netto		10 457	9 536	3 057	27 236
Investice brutto		26 218	29 482	24 623	59 276
<b>Investiční náročnost růstu tržeb</b>	<b>2,412%</b>				

Tabulka č. 34 Prognóza netto investic, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138]

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2014-2018 (tis. Kč)
Nehmotný majetek	-0,131%	- 3 797
Stavby	18,518%	536 673
Samostatné movité věci	2,412%	69 903
<b>Celkem</b>	<b>20,799%</b>	<b>602 779</b>

Na základě zjištěných investičních náročností růstu tržeb a prognózy tržeb, by předpokládaný odhad netto investic měl odpovídat hodnotám v tabulce uvedené níže. Odhad přírůstku tržeb za prognózované období činí 2 898 117 tis. Kč.

Výše uvedené investiční náročnosti růstu tržeb **nebyly** využity pro prognózu netto investic do budoucna. V případě nehmotného majetku vychází nežádoucí záporná hodnota investiční náročnosti. Celková výše investic je dále silně ovlivněna investicí do staveb (vybudování nového terminálu a sídla společnosti) roku 2013 v hodnotě netto 386 264 tis. Kč. Díky této investici se SCHENKER zadlužil u své mateřské společnosti a v dalších letech je předpoklad takto vysokého procenta investic z tržeb společnosti navíc při nutnosti splácet dluh zcela nereálný. Pokud je z výpočtu investiční náročnosti tržeb v položce staveb vynechána hodnota roku 2013 je získána investiční náročnost v hodnotě -0,005%. Tato hodnota je též nežádoucí.

Za účelem získání dalších informací pro odhad netto investic pro růst tržeb byla též provedena analýza konkurenčních zasílatelských podniků z daného oboru. Jednalo se o podniky DHL EXPRESS (CZECH REPUBLIC), S.R.O., C.S.CARGO, A.S., KÜHNE + NAGEL, S.R.O., GEIS CZ, S.R.O., GEBRÜDER WEISS, S.R.O., DHL GLOBAL FORWARDING (CZ), S.R.O., DACHSER CZECH REPUBLIC, A.S., DHL AUTOMOTIVE, S.R.O., DHL SOLUTIONS, K.S., DHL SUPPLY CHAIN, S.R.O., GEIS PARCEL CZ, S.R.O., DHL SHOE LOGISTICS, S.R.O., které společně s oceňovanou společností svým rozsahem pokrývají takřka 100% zasílatelského trhu. Data byla získána z databáze Amadeus za roky 2009-2013 a bohužel se nepodařilo rozdělit položky staveb a samostatných movitých věcí. Je tedy uvažováno pouze s investiční náročnosti na dlouhodobý hmotný majetek a na dlouhodobý majetek nehmotný.

Tabulka č. 35 Prognóza netto investic na základě konkurence, Zdroj: [18], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138]

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2014-2018 (tis. Kč)
Nehmotný majetek	-2,070%	- 59 991
Hmotný majetek	7,212%	209 012
<b>Celkem</b>	<b>5,142%</b>	<b>149 021</b>

Jako třetí zdroj informací pro stanovení odhadu netto investic pro růst tržeb v prognózovaném období byly využity informace získané od vedení společnosti. Dle těchto informací se v prognózovaném období předpokládají investice v hodnotě 2 000 tis. Kč do položky nehmotného majetku. Dále společnost v prognózovaném období vynaloží investice v hodnotě 80 000 tis. Kč do staveb a to jednorázovou investicí roku 2016, která bude financována vlastními prostředky společnosti. Jedná se o investici v brutto hodnotě. Hodnota investice v netto hodnotě je rovna 74 985 tis. Kč. Jelikož cílem práce je stanovení objektivizované hodnoty podniku, je možné podnikové informace využít pouze jako doplňující, pro rozhodování o rozložení celkových investic v prognózovaném období. Pro prognózu investic do nehmotného majetku však není možné využít historické hodnoty samotného podniku, ani hodnoty získané analýzou konkurence. Další možností je využít aritmetického průměru odhadů investic do nehmotného majetku na základě podnikových plánů a historických hodnot konkurence, jak uvádí prof. Mařík. [1, str. 144] i v tomto případě však průměr vychází záporný a z tohoto důvodu bude využita hodnota získaná z podnikových plánů, tedy netto investice do nehmotného majetku ve výši 2 000 tis. Kč. Pro hmotný majetek bude použita hodnota získaná z analýzy konkurence tedy koeficient investiční náročnosti v hodnotě 7,212%, který bude dále rozdělen na investice do staveb a samostatných movitých věcí.

Tabulka č. 36 Prognóza netto investic (upravená), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138]

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic netto pro růst tržeb v letech 2014-2018 (tis. Kč)
Nehmotný majetek	0,173%	2 000
Stavby	2,587%	74 985
Samostatné movité věci	4,625%	134 038
<b>Celkem</b>	<b>7,385%</b>	<b>211 023</b>

Odhad netto investic pro růst tržeb v letech 2014-2018 na základě analýzy historických dat a konkurence je uveden v tabulce výše.

V návaznosti na získané hodnoty byl stanoven celkový plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů v uvedeném členění pro roky 2014-2018, který je uveden v tabulce níže.

**Tabulka č. 37 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138]**

<b>Nehmotný majetek</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Původní - odpisy	5 045	4 709	0	0	0	0
- zůstatková hodnota	4 709	0	0	0	0	0
Nový - investice netto		400	400	400	400	400
- investice brutto		5 109	1 677	2 097	2 621	3 276
- pořizovací hodnota k 31. 12.		5 109	6 786	8 883	11 504	14 779
- odpisy (1/4 z poř. hod. k 1.1.)		0	1 277	1 697	2 221	2 876
Celkem - odpisy		4 709	1 277	1 697	2 221	2 876
- zůstatková hodnota	4 709	5 109	5 509	5 909	6 309	6 709
<b>Stavby</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Původní - odpisy	4 697	4 697	4 697	4 697	4 697	4 697
- zůstatková hodnota	391 465	386 768	382 071	377 374	372 678	367 981
Nový - investice netto		0	0	74 985	0	0
- investice brutto		4 697	4 853	80 000	7 682	7 938
- pořizovací hodnota k 31. 12.		4 697	9 550	89 550	97 232	105 170
- odpisy (1/30 z poř. hod. k 1.1.)		0	157	318	2 985	3 241
Celkem - odpisy		4 697	4 853	5 015	7 682	7 938
- zůstatková hodnota	391 465	391 465	391 465	466 450	466 450	466 450
<b>Samostatné movité věci</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Původní - odpisy	31 987	31 987	30 669	0	0	0
- zůstatková hodnota	62 656	30 669	0	0	0	0
Nový - investice netto		26 808	26 808	26 808	26 808	26 808
- investice brutto		58 794	67 276	47 819	55 789	65 087
- pořizovací hodnota k 31. 12.		58 794	126 070	173 889	229 678	294 766
- odpisy (1/6 z poř. hod. k 1.1.)		0	9 799	21 012	28 982	38 280
Celkem - odpisy		31 987	40 468	21 012	28 982	38 280
- zůstatková hodnota	62 656	89 464	116 271	143 079	169 886	196 694
<b>Pozemky - zůstatková hodnota</b>	<b>137 983</b>	<b>137 983</b>	<b>137 983</b>	<b>137 983</b>	<b>137 983</b>	<b>137 983</b>
<b>Celkem</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Odpisy</b>	<b>41 729</b>	<b>41 393</b>	<b>46 599</b>	<b>27 723</b>	<b>38 884</b>	<b>49 094</b>
<b>Zůstatková hodnota</b>		<b>624 021</b>	<b>651 228</b>	<b>753 421</b>	<b>780 628</b>	<b>807 836</b>
<b>Celkové investice netto do DM</b>		<b>27 208</b>	<b>27 208</b>	<b>102 192</b>	<b>27 208</b>	<b>27 208</b>
<b>Celkové investice brutto do DM</b>		<b>68 600</b>	<b>73 806</b>	<b>129 916</b>	<b>66 092</b>	<b>76 301</b>



## 5.5 Provozně nutný investovaný kapitál

Na základě plánu dlouhodobého majetku, investic a odpisů je závěrem možné stanovit korigovaný provozní zisk po odpisech a dani a dále provozně nutný investovaný kapitál, jeho obrátku a rentabilitu. Pro prognózované období je zachován předpoklad daňové sazby ve výši 19%. Provozně nutný investovaný kapitál a jeho prognóza je uvedena v tabulkách níže.

**Tabulka č. 38 Analýza rentability provozně nutného kapitálu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 138-139]**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Sazba daně</b>	20%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
<b>KPVH po odp. a dani</b>	- 34 198	56 754	72 665	80 283	122 496	135 932	156 274	200 568	220 809	243 554
<b>Zisková marže</b>	-1,74%	1,90%	2,16%	2,15%	3,03%	3,15%	3,16%	3,53%	3,44%	3,38%
<b>Tempo růstu KPVH</b>	21,21%					18,75%				
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Investovaný kapitál</b>	235 684	281 873	391 041	474 061	957 418	840 467	899 415	1 039 092	1 104 141	1 171 432
<b>Obrat inv. kapitálu</b>	X	12,66	11,91	9,53	8,54	4,51	5,88	6,31	6,18	6,53
<b>Rentabilita inv. kap.</b>	X	24,08%	25,78%	20,53%	25,84%	14,20%	18,59%	22,30%	21,25%	22,06%

Rentabilita investovaného kapitálu se pohybuje na vyšších hodnotách především díky rostoucím tržbám a v porovnání s obdobím minulým nízké míře investic, které již jsou v podniku zavedeny.

## 5.6 Předběžné ocenění

V této kapitole je zpracováno prvotní ocenění podniku SCHENKER a to na základě analýzy generátorů hodnoty. Tento prvotní odhad je nejjednodušší metodou stanovení hodnoty podniku. Touto metodou je získán pouze výchozí odhad ocenění a je nutné s touto hodnotou pracovat dále. Ve sledovaném odvětví je poněkud problematické použití růstového % podnikových tržeb. Podnik neprodává služby konečnému spotřebiteli a není tedy možné garantovat jakýkoli růst do budoucna. Z těchto důvodů bude následující ocenění spíše ilustrační. Ocenění na základě generátorů hodnoty je uvedeno níže.

Tabulka č. 39 Ocenění na základě generátorů hodnoty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 147-148]

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	12,29%
Zisková marže po odpisech a po dani	rZM	3,33%
Náročnost růstu tržeb:		
- růst pracovního kapitálu	kČPK	5,08%
- růst dlouhodobého majetku	kDM	6,34%
- investice netto celkem		11,42%
Kalkulovaná úroková míra	i	15,00%
<b>Hodnota podniku brutto (tis. Kč)</b>		<b>3 492 951</b>

Pro ocenění na základě generátorů hodnoty byla využita odhadnutá úroková míra v hodnotě 15%. Pro tuto chvíli je dle mého názoru získaná výsledná hodnota podniku nadsazena a to především díky skutečnosti, že tato metoda využívá výpočtu výsledné hodnoty podniku jako jednoduché perpetuity, tedy s konstantním tempem růstu. Při oceňování výnosovými metodami bude nutné upravit a omezit maximální hodnotu tempa růstu (teoretickou maximální hodnotu tempa růstu pro pokračující hodnotu představuje např. maximální udržitelný růst reálného HDP), což bude ve výsledku znamenat nižší výsledné ocenění podniku.

## 6 Finanční plán

Prof. Mařík uvádí, že při použití ocenění podniku některou z výnosových metod je finanční plán nezbytnou součástí tohoto ocenění. Plán byl stanoven za prognózované období 2014-2018 ve struktuře běžných účetních výkazů. Sestavena tedy byla výsledovka, rozvaha a výkaz peněžních toků.

Tabulka č. 40 Plánovaná výsledovka, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 157-158]

VÝSLEDOVKA (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obchodní marže	3 366	4 766	5 456	6 272	7 095	7 968
Výkony	4 046 892	4 313 307	4 938 425	5 676 702	6 421 988	7 211 424
Tržby za vlastní výroby a služby	4 046 892	4 313 307	4 938 425	5 676 702	6 421 988	7 211 424
Výkonová spotřeba	3 484 300	3 658 528	4 188 750	4 814 953	5 447 102	6 116 698
Přidaná hodnota	562 592	654 779	749 675	861 749	974 886	1 094 726
Osobní náklady	421 078	448 798	513 842	590 659	668 206	750 347
Daně a poplatky	262	268	307	353	399	448
Odpisy	41 729	41 393	46 599	27 723	38 884	49 094
Ostatní prov. položky	- 48 341	1 269	1 453	1 670	1 889	2 121
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>151 230</b>	<b>167 817</b>	<b>192 931</b>	<b>247 615</b>	<b>272 603</b>	<b>300 684</b>
Nákladové úroky	6 671	6 521	12 307	11 763	11 259	10 613
Výnosy z dl. finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	3	556	1 005	1 418	1 669	2 398
<b>Výsledek hospodaření z neprov. majetku</b>	<b>3</b>	<b>556</b>	<b>1 005</b>	<b>1 418</b>	<b>1 669</b>	<b>2 398</b>
<b>Mimořádný výsledek hospodaření před daní</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Celkový výsledek hospodaření před daní</b>	<b>143 367</b>	<b>161 852</b>	<b>181 629</b>	<b>237 270</b>	<b>263 013</b>	<b>292 469</b>
Daň z příjmů	23 804	30 752	34 510	45 081	49 973	55 569
<b>Výsledek hospodaření za úč. období po dani</b>	<b>119 563</b>	<b>131 100</b>	<b>147 120</b>	<b>192 189</b>	<b>213 041</b>	<b>236 900</b>

Údaje výsledovky byly převzaty z prognózy tržeb uvedené v kapitole č. 3.3 a z analýzy a prognózy generátorů hodnoty uvedené v kapitole č. 6. Nákladové úroky jsou stanoveny na základě plánu splácení dlouhodobých úvěrů, které společnost SCHENKER uzavřela u své mateřské společnosti. Podrobný plán půjček a splácení je uveden v příloze č. 7.

Po celé prognózované období je uvažována neměnná daňová sazba ve výši 19% a není uvažován žádný mimořádný výsledek hospodaření, jelikož ten je vždy výsledkem neočekávaných událostí. V návaznosti na plán výsledovky byla stanovena plánovaná rozvaha uvedená v tabulce níže.

**Tabulka č. 41 Plánovaná rozvaha (aktiva), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 160]**

<b>AKTIVA (tis. Kč)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 513 811</b>	<b>1 726 042</b>	<b>1 954 523</b>	<b>2 246 982</b>	<b>2 561 440</b>	<b>2 906 980</b>
<b>Dl. majetek</b>	<b>666 807</b>	<b>694 015</b>	<b>721 222</b>	<b>823 415</b>	<b>850 622</b>	<b>877 830</b>
<b>Dl. nehm. majetek</b>	<b>4 709</b>	<b>5 109</b>	<b>5 509</b>	<b>5 909</b>	<b>6 309</b>	<b>6 709</b>
<b>Dl. hm. majetek</b>	<b>662 098</b>	<b>688 906</b>	<b>715 713</b>	<b>817 506</b>	<b>844 313</b>	<b>871 121</b>
Pozemky	137983	137983	137983	137983	137983	137983
Stavby	391465	391465	391465	466450	466450	466450
Samostatné movité věci	62656	89464	116271	143079	169886	196694
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Nedokončený dl. hmotný majetek	12518	12518	12518	12518	12518	12518
Poskytnuté zálohy na dl. hm. majetek	57476	57476	57476	57476	57476	57476
Dl. fin. majetek	0	0	0	0	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>834 828</b>	<b>1 019 852</b>	<b>1 221 125</b>	<b>1 411 392</b>	<b>1 698 642</b>	<b>2 016 974</b>
Zásoby	4855	13056	14948	17182	19438	21828
Pohledávky	718865	805754	922530	1060445	1199669	1347141
<b>Kr. finanční majetek</b>	<b>111 108</b>	<b>201 042</b>	<b>283 647</b>	<b>333 765</b>	<b>479 535</b>	<b>648 006</b>
Provozně potřebné	91983	105848	121188	139305	157595	176967
Provozně nepotř.	19125	95195	162459	194459	321940	471038
<b>Časové rozlišení</b>	<b>12 176</b>	<b>12 176</b>	<b>12 176</b>	<b>12 176</b>	<b>12 176</b>	<b>12 176</b>

Výše uvedené hodnoty byly získány na základě analýzy generátorů hodnoty. Pozemky zůstávají na totožné úrovni po celé prognózované období, jelikož společnost neplánuje nákup dalších pozemků. Do staveb bude investována jednorázová částka ve výši 80 000 tis. Kč roku 2016. S touto investicí je dále spojená vyšší investiční náročnost v položce samostatných movitých věcí za účelem vybavení stavby. Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek a poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek byly ponechány na stejné výši. Rychlým tempem dále rostou provozně nepotřebné finanční prostředky. Je nutné vzít v úvahu, že nepotřebné finanční prostředky budou pravidelně odváděny na cash-poolový účet mateřské společnosti. Nebylo možné určit přesný klíč, podle kterého se tyto prostředky odvádějí, a proto jsou tyto prostředky pouze zařazeny do

položky provozně nepotřebných. V následující tabulce je uvedena struktura pasiv společnosti za prognózované období.

Tabulka č. 42 Plánovaná rozvaha (pasiva), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 161]

PASIVA (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 513 811</b>	<b>1 726 042</b>	<b>1 954 523</b>	<b>2 246 982</b>	<b>2 561 440</b>	<b>2 906 980</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>367 237</b>	<b>498 337</b>	<b>645 456</b>	<b>837 646</b>	<b>1 050 686</b>	<b>1 287 586</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0	0
<b>Fondy ze zisku</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
Zákonný rez. fond	200	200	200	200	200	200
Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0	0
<b>Výsledek hosp. minulých let</b>	<b>246 474</b>	<b>366 037</b>	<b>497 137</b>	<b>644 256</b>	<b>836 446</b>	<b>1 049 486</b>
<b>Výsledek hosp. Běž. úč. období</b>	<b>119 563</b>	<b>131 100</b>	<b>147 120</b>	<b>192 189</b>	<b>213 041</b>	<b>236 900</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>1 131 840</b>	<b>1 212 972</b>	<b>1 294 332</b>	<b>1 394 603</b>	<b>1 496 020</b>	<b>1 604 659</b>
Rezervy	45 764	45 764	45 764	45 764	45 764	45 764
Dl. závazky	472 855	461 555	440 647	420 136	399 625	379 114
Kr. závazky	613 221	705 653	807 921	928 703	1 050 631	1 179 781
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Bank. úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0	0
Bank. Úvěry krátkodobé	0	0	0	0	0	0
<b>Časové rozlišení</b>	<b>14 734</b>	<b>14 734</b>	<b>14 734</b>	<b>14 734</b>	<b>14 734</b>	<b>14 734</b>

Základní kapitál a zákonný rezervní fond zůstávají v prognózovaném období na totožné úrovni. Společnost již dosáhla při tvorbě rezervního fondu 20% ze základního kapitálu a nehodlá tento fond dále navyšovat. Položky rezerv a časového rozlišení byly ponechány na úrovni roku 2013 a hodnoty krátkodobých závazků převzaty z prognózovaných generátorů hodnoty. Položka dlouhodobých závazků reprezentuje především dlouhodobé závazky k mateřské společnosti. Tato položka je postupně upravována o splácení dluhu. Podrobná struktura dluhu a plán splácení je uveden v příloze č. 7.

Poslední částí prognózovaných účetních výkazů je výkaz peněžních toků pro období 2014-2018. Korigovaný provozní výsledek byl převzat z plánované výsledovky

a tím zajišťuje provázanost těchto výkazů. Ve výkazu je dále znázorněn úmor dluhu k mateřské společnosti a závěrem je vyčíslena hodnota peněžních prostředků ke konci roku, která zajišťuje provázanost výkazu peněžních toků a rozvahy. Jednotlivé položky výkazu peněžních toků a jejich vysvětlení je uvedeno níže.

**Tabulka č. 43 Plánovaný výkaz peněžních toků, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 158-160]**

<b>VÝKAZ PENĚŽNÍCH TOKŮ (tis. Kč)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Stav peněžních prostředků na počátku období</b>	<b>56 998</b>	<b>111 108</b>	<b>201 042</b>	<b>283 647</b>	<b>333 765</b>	<b>479 535</b>
Korigovaný prov. výsledek hospodaření (KPVHd)	151 230	167 817	192 931	247 615	272 603	300 684
Daň připadající na korigovaný VH	28 734	31 885	36 657	47 047	51 795	57 130
<b>Korigovaný provozní VH po dani (KPVH)</b>	<b>122 496</b>	<b>135 932</b>	<b>156 274</b>	<b>200 568</b>	<b>220 809</b>	<b>243 554</b>
<b>Úpravy o nepeněžní operace</b>	<b>27 996</b>	<b>41 393</b>	<b>46 599</b>	<b>27 723</b>	<b>38 884</b>	<b>49 094</b>
Odpisy dlouhodobého majetku	41 729	41 393	46 599	27 723	38 884	49 094
Změna zůstatků rezerv	- 13 733	0	0	0	0	0
<b>Úpravy oběžných aktiv</b>	<b>-114 966</b>	<b>- 2 658</b>	<b>- 16 400</b>	<b>- 19 368</b>	<b>- 19 552</b>	<b>- 20 710</b>
Změna stavu pohledávek	- 95 307	- 86 889	-116 776	-137 915	-139 224	-147 472
Změna stavu krátkodobých závazků	- 20 467	92 432	102 269	120 781	121 928	129 151
Změna stavu zásob	808	- 8 201	- 1 892	- 2 235	- 2 256	- 2 389
<b>Peněžní tok z provozní činnosti celkem</b>	<b>35 526</b>	<b>174 667</b>	<b>186 473</b>	<b>208 924</b>	<b>240 141</b>	<b>271 937</b>
Nabytí dlouhodobého majetku	-316 309	- 68 600	- 73 806	-129 916	- 66 092	- 76 301
<b>Peněžní tok z investiční činnosti celkem</b>	<b>-316 309</b>	<b>- 68 600</b>	<b>- 73 806</b>	<b>-129 916</b>	<b>- 66 092</b>	<b>- 76 301</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK Z PROV. MAJETKU</b>	<b>-280 783</b>	<b>106 066</b>	<b>112 667</b>	<b>79 008</b>	<b>174 049</b>	<b>195 636</b>
Nákladové úroky	- 6 671	- 6 521	- 12 307	- 11 763	- 11 259	- 10 613
<b>Příjmy z neprovozního majetku a mimoř. příjmy</b>	<b>4 933</b>	<b>1 689</b>	<b>3 153</b>	<b>3 384</b>	<b>3 491</b>	<b>3 959</b>
Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0	0
Výnosové úroky	3	556	1 005	1 418	1 669	2 398
Diference v platbě daně oproti dani z KPVH	4 930	1 133	2 147	1 966	1 822	1 561
<b>PENĚŽNÍ TOK Z NEPROV. MAJ. CELKEM</b>	<b>4 933</b>	<b>1 689</b>	<b>3 153</b>	<b>3 384</b>	<b>3 491</b>	<b>3 959</b>
Změna stavu dl. závazků	336 631	- 11 300	- 20 908	- 20 511	- 20 511	- 20 511
<b>PENĚŽNÍ TOK Z FIN. ČINNOSTI CELKEM</b>	<b>336 631</b>	<b>- 11 300</b>	<b>- 20 908</b>	<b>- 20 511</b>	<b>- 20 511</b>	<b>- 20 511</b>
<b>PENĚŽNÍ TOK CELKEM</b>	<b>54 110</b>	<b>89 934</b>	<b>82 605</b>	<b>50 118</b>	<b>145 770</b>	<b>168 471</b>
<b>Stav peněžních prostředků na konci období</b>	<b>111 108</b>	<b>201 042</b>	<b>283 647</b>	<b>333 765</b>	<b>479 535</b>	<b>648 006</b>

Peněžní tok z provozní činnosti byl stanoven na základě změn položek generátorů hodnoty a KPVH. Položky odpisů a nabytí dlouhodobého majetku byly převzaty z plánu investic, který je uveden v kapitole 5.4. Hodnota roku 2013 je výrazně vyšší díky již výše popsané investici do staveb a roku 2016 bude tato investice dále rozšiřována. Z tohoto důvodu je hodnota nabytí DHM roku 2016 výrazně vyšší. Nákladové úroky byly převzaty z plánu splacení dlouhodobých půjček k mateřské společnosti. Efektivní úroková sazba zjištěná v kapitole 7.1 činí 2,33%. Výnosové úroky v celém prognózovaném období postupně rostou. Je počítáno s úrokovou sazbou 5%, přičemž základnou jsou volné finanční prostředky, které se postupem let kumulují. Lze předpokládat, že tyto vytvořené prostředky společnost nebude držet, ale budou v určených letech rozděleny. Položka změn stavu dlouhodobých závazků představují přijetí a úmor úvěrů. Roku 2013 byla přijata poslední část úvěru, kterou bude společnost již v dalších letech splácet. Investice do staveb roku 2018 v brutto hodnotě 80 mil. Kč bude financována z vlastních prostředků.

## 6.1 Finanční analýza plánu

V následující tabulce je uvedena zjednodušená finanční analýza výše uvedeného plánu.

Tabulka č. 44 Finanční analýza plánu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 161-162]

<b>Likvidita</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Okamžitá likvidita	0,28	0,35	0,36	0,46	0,55
Pohotová likvidita	1,43	1,49	1,50	1,60	1,69
Běžná likvidita	1,45	1,51	1,52	1,62	1,71
<b>Zadluženost a finanční stabilita</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Koeficient samofinancování	0,29	0,33	0,37	0,41	0,44
Úrokové krytí z EBIT	25,82	15,76	21,17	24,36	28,56
<b>Rentabilita účetní</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Rentabilita CK z EBIT	9,75%	9,92%	11,08%	10,71%	10,43%
Rentabilita VK z EAT	26,31%	22,79%	22,94%	20,28%	18,40%
Rentabilita tržeb z EAT	3,04%	2,98%	3,39%	3,32%	3,29%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	3,89%	3,91%	4,36%	4,24%	4,17%
<b>Rentabilita hlavního provozu</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Rentabilita tržeb z KPVH	3,15%	3,16%	3,53%	3,44%	3,38%
Rentabilita prov. nutného inv. kapitálu z KPVH	14,20%	18,59%	22,30%	21,25%	22,06%
<b>Aktivita (dny)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Doba obratu zásob	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Doba obratu pohledávek	68,2	68,2	68,2	68,2	68,2
Doba obratu obchodních závazků	59,7	59,7	59,7	59,7	59,7

Ukazatele likvidity vykazují po celé prognózované období rostoucí trend. Peněžní likvidita dosahuje velmi vysokých hodnot. Přebytková likvidita bude pravidelně odváděna na cash poolový účet a reálně bude tedy na nižší úrovni. Z důvodu nadbytku finančních prostředků lze předpokládat, že většina nadbytečné likvidity bude rozdělena. Ukazatele zadluženosti vykazují pomalu klesající tendenci. Je to způsobeno postupným splácením dluhu společnosti a kumulovaným výsledkům hospodaření minulých let.

Ukazatele rentability vykazují po celé prognózované období rostoucí tendenci. Je nutné zmínit, že tento růst je velmi pomalý, což lze přisoudit skutečnosti, že sledované odvětví je vysoce konkurenční. Ukazatele aktivity jsou prognózovány na stabilní úrovni po celé období.

Závěrem lze konstatovat, že sestavené výkazy a potažmo jejich finanční analýza koresponduje s finanční analýzou sestavenou na základě historických hodnot společnosti. Sestavené výkazy též dokazují reálnost naplánovaných investic. Podnik bude mít v jednotlivých letech dostatek, až nadbytek, finančních prostředků na realizaci všech naplánovaných investic.



## **7 Náklady kapitálu**

Základem použití metody diskontovaných peněžních toků je stanovení diskontní míry na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). WACC se skládají z nákladů na cizí a vlastní kapitál při čemž je nutné stanovit váhy těchto složek a vlastní kapitál je zde uveden ve smyslu jeho tržní hodnoty.

### **7.1 Náklady na cizí kapitál**

Hodnota nákladů cizího kapitálu je získána váženým průměrem z efektivních úrokových sazeb cizího kapitálu. Je vždy nutné vzít v úvahu pouze explicitně úročený cizí kapitál. Společnost SCHENKER přijala několik dlouhodobých úvěrů od své mateřské společnosti. Struktura jednotlivých úvěrů včetně plánu splácení je uvedena v příloze č. 7.

Výše zůstatku dlouhodobých úvěrů společnosti činila k 31. 12. 2013 484 155 tis. Kč. Vážený průměr efektivních úrokových sazeb byl stanoven ve výši 2,325%, které bude nutné dále upravit o úrokový daňový štít. i když se jedná o půjčku od spřízněné osoby, jsou úroky z této placené dle §24 zákona o daních z příjmů nákladem vynaloženým na dosažení, zajištění a udržení příjmů. Tímto nákladem takové úroky nejsou teprve v okamžiku, kdy výše půjčky přesáhne hodnotu čtyř násobků vlastního kapitálu společnosti půjčku přijímající. [20, § 24]

### **7.2 Náklady na vlastní kapitál**

Náklady na vlastní kapitál budou stanoveny metodou CAPM. Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál touto metodou je nutné mít k dispozici následující informace: bezriziková úroková míra, riziková premie trhu, riziková přírážka a výše koeficientu beta pro nezadlužený podnik z daného odvětví.

- **Bezriziková úroková míra**

Pro stanovení hodnoty bezrizikové úrokové míry byla vybrána výnosnost 10-ti letých vládních dluhopisů USA ke dni 31. 12. 2013, tedy k datu ocenění. Prof. Mařík uvádí, že je možné využít i průměrů těchto

výnosností za minulost, ovšem nepovažuje je za vhodné. Bezriziková úroková míra byla stanovena ve výši 3,04%. [21, str. 307], [22]

- **Riziková prémie trhu**

Riziková prémie trhu je stanovena na základě rizikové prémie kapitálového trhu USA, která je dále upravena o riziko selhání České republiky (příloha č. 8), které je nutné upravit o odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům a o rozdíl mezi průměrem prognózované inflace za sledované období mezi Českou republikou a USA. Riziková prémie kapitálového trhu USA byla získána ze stránek prof. Damodarana a riziko selhání České republiky jako rozdíl mezi výnosností dluhopisů s ratingem ČR oproti výnosnosti dluhopisů s ratingem AAA. Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům je dle prof. Damodarana 1,5 a prognóza rozdílu inflace je uvedena v tabulce níže. [23], [1, str. 222], [24], [25]

**Tabulka č. 45 Prognóza inflace ČR x USA, Zdroj: [25]**

Země	Inflace - průměr spotřebitelských cen (%)					
	2014	2015	2016	2017	2018	Průměr
Czech Republic	0,600	1,900	2,000	2,000	2,000	<b>1,700</b>
USA	1,976	2,126	2,138	2,209	2,120	<b>2,114</b>

Riziková prémie země je stanovena na hodnotu 1,08%. Prof. Damodaran na svých stránkách uvádí, že tato prémie pro Českou republiku činí 1,05%. Výsledná prémie upravená o rozdíl v inflaci činí 0,67%.

- **Koeficient BETA**

Jako základní kámen pro stanovení koeficientu beta použitelného pro výpočet nákladů vlastního kapitálu byla získána hodnota koeficientu beta nezadluženého pro odvětví „transportation“ ze stránek prof. Damodarana. Koeficient odpovídá k datu 31. 12. 2013 hodnotě **0,62**. Tuto hodnotu je dále nutné upravit na beta pro zadlužené podniky, jelikož SCHENKER čerpá úvěr od své mateřské společnosti. Postup výpočtu je uveden dle prof. Maříka níže. [1, str. 225]. [26]

$$\beta_Z = \beta_N * \left( 1 + (1 - d) * \frac{CK}{VK} \right)$$

Koeficient zadluženého beta byl určen v hodnotě 0,749. Je nutné zdůraznit, že cizí a vlastní kapitál je zde uveden v jejich tržních hodnotách. Dále byla odhadem stanovena riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů v hodnotě 1,8% díky menší převoditelnosti aktiv společnosti oproti aktivům s vyšším stupněm likvidity.

Postup výpočtu nákladů vlastního kapitálu s užitím všech výše zmíněných hodnot je dále uveden v tabulce níže.

Tabulka č. 46 Náklady vlastního kapitálu, Zdroj: [11], [21], [22], [23], [24], [25], [26], [27], Vlastní zpracování dle [1, str. 235]

<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	
rf (aktuální výnosnost 10letých vládních dluhopisů USA)	3,04%
Beta nezadlužené pro "Transportation" (Evropa)	0,62
Riziková prémie kap. trhu USA (geom. průměr 1928-2013)	4,62%
Rating České republiky	A1
Riziko selhání země	0,72%
Odhad poměru rizikové prémie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková prémie země	1,08%
Riziková prémie země opravená o rozdíl v inflaci	0,67%
Riziková přírážka za menší likviditu vlastnických podílů	1,80%
Poměr cizího a vlastního kapitálu u oceňovaného podniku	19%
Daňová sazba	19,00%
Beta zadlužené	0,706
<b>Náklady vlastního kapitálu</b>	<b>8,80%</b>

Závěrem je možné stanovit průměrné vážené náklady kapitálu WACC. Tyto byly stanoveny na základě iterace poměru vlastního a cizího kapitálu v tržních hodnotách. Kapitálová struktura je uvedena v tabulce níže.

Tabulka č. 47 Struktura kapitálu v tržních hodnotách, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 255]

<b>Kapitál</b>	<b>Hodnota</b>	<b>Podíl</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>2 830 930</b>	<b>85,40%</b>
Bankovní úvěry dlouhodobé	484 155	14,60%
Bankovní úvěry krátkodobé		0,00%
<b>Cizí kapitál</b>	<b>484 155</b>	<b>14,60%</b>

Po výše uvedeném výpočtu je již možné stanovit průměrné vážené náklady kapitálu WACC. Hodnota a výpočet je uveden v tabulce níže.

**Tabulka č. 48 WACC podniku SCHENKER, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 257]**

<b>WACC</b>	<b>Váha</b>	<b>Náklad</b>	<b>Součin</b>
Vlastní kapitál	85,40%	8,80%	7,51%
Cizí kapitál po dani	14,60%	1,88%	0,28%
<b>Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)</b>			<b>7,79%</b>

## 8 Výsledné ocenění podniku SCHENKER

V této kapitole bude provedeno konečné ocenění tržní hodnoty podniku SCHENKER metodou DCF entity a metodou EVA. Výsledky strategické a finanční analýzy potvrzují předpoklad „going-concern“ a je tedy možné výnosovou metodu DCF entity použít. Ocenění podniku bude provedeno k datu 31. 12. 2013.

### 8.1 Ocenění podniku metodou DCF entity

Závěrečnou částí této práce je samotné ocenění podniku SCHENKER. Pro ocenění podniku je použita metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě entity a to dvoufázovou metodou. V první fázi je nutné stanovit současnou hodnotu cashflow do firmy za prognózované roky. Druhým krokem je stanovení pokračující hodnoty za předpokladu „going-concern“, který již byl v této práci potvrzen. Výpočet současné hodnoty diskontovaných FCFF za první fázi ocenění podniku je uvedena v tabulce níže.

Tabulka č. 49 Hodnota podniku za první fázi, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 202-205]

<b>Volné cash flow pro 1. fázi</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	167 817	192 931	247 615	272 603	300 684
Upravená daň	31 885	36 657	47 047	51 795	57 130
<b>Korigovaný provozní VH po dani</b>	<b>135 932</b>	<b>156 274</b>	<b>200 568</b>	<b>220 809</b>	<b>243 554</b>
Odpisy	41 393	46 599	27 723	38 884	49 094
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-68 600	-73 806	-129 916	-66 092	-76 301
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-16 523	-31 740	-37 485	-37 841	-40 083
<b>FCFF (free cash flow to firm)</b>	<b>92 202</b>	<b>97 327</b>	<b>60 891</b>	<b>155 760</b>	<b>176 264</b>
Odúročitel pro diskontní míru: 7,79%	0,9277	0,8607	0,7985	0,7408	0,6872
<b>Diskontované FCFF k 31. 12. 2013</b>	<b>85 538</b>	<b>83 768</b>	<b>48 620</b>	<b>115 384</b>	<b>121 136</b>
<b>Σ diskontovaného FCFF</b>	<b>454 446</b>				

Tabulka výše uvádí, že korigovaný provozní zisk společnosti po celé prognózované období roste, což je v souladu se závěry strategické a finanční analýzy, která předpokládá stálý růst tržeb bez větších rizik. Diskontované FCFF však v prvních letech klesá díky náročnosti investic do provozně nutného pracovního kapitálu a především díky vysoké investiční náročnosti do provozně nutného dlouhodobého majetku.

Na základě získané hodnoty podniku pro první fázi oceňování je možné dále přejít ke stanovení fáze č. 2. V tabulce níže jsou uvedeny prvotní informace potřebné k výpočtu hodnoty podniku pro druhou fázi metodou DCF entity.

**Tabulka č. 50 Podklady pro druhou fázi, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 202-205]**

<b>Podklady pro druhou fázi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Tempo růstu KPVH		10,97%	14,97%	28,34%	10,09%	10,30%	
Investovaný kapitál celk.	866 731	910 461	969 409	1 109 086	1 174 135	1 241 426	<b>1 273 082</b>
KPVH po upravené dani	122 496	135 932	156 274	200 568	220 809	243 554	<b>249 765</b>

Pro výpočet hodnoty podniku druhé fáze byl využit Gordonův vzorec. Předpokladem pro použití tohoto vzorce je znalost tempa růstu tržeb do budoucnosti, WACC a FCFF pro rok následující po posledním roce prognózy. Jelikož tempo růstu tržeb podniku je na vysoké úrovni a literatura uvádí, že maximální možné použitelné tempo růstu tržeb pro druhou fázi ocenění je dlouhodobě udržitelný růst HDP, byl využit průměr růstu reálného HDP za roky 2003-2013 v hodnotě 2,55%. [27], [28]

**Tabulka č. 51 Míra růstu reálného HDP, Zdroj: [27]**

<b>Míra růstu reálného HDP v%</b>						
<b>Rok</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Růst HDP	3,60	4,90	6,40	6,90	5,50	2,70
<b>Rok</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	
Růst HDP	-4,80	2,30	2,00	-0,80	-0,70	
<b>Průměr</b>	<b>2,55</b>					

Volné cashflow je poté získáno výpočtem z předpřipravených hodnot výše následujícím vztahem:  $KPVH_{2019} - (IK_{2019} - IK_{2018})$ . Hodnota volného cashflow pro rok 2019 je 218 108 tis. Kč.

Samotný Gordonův vzorec pro výpočet pokračující hodnoty (PH) je definován vztahem, který je uveden níže.

$$PH_T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g} = \frac{218\,108}{7,79 - 2,55} = 4\,162\,485 \text{ tis. Kč}$$

Další metodou stanovení pokračující hodnoty je parametrický vzorec, který při správné aplikaci musí udávat stejný výsledek jako výpočet podle Gordonova vzorce. Obecný vztah pro výpočet parametrického vzorce je uveden níže.

$$PH = \frac{KPVH_{T+1} * \left(1 - \frac{g}{r_1}\right)}{i_k - g}$$

V následující tabulce je uveden postup výpočtu PH na základě parametrického vzorce. Výslednou hodnotu je dále nutné diskontovat na hodnotu současnou.

**Tabulka č. 52 Výpočet PH - Parametrický vzorec, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 204]**

<b>Pokračující hodnota (tis. Kč)</b>	
KPVH po dani <sub>2019</sub>	249 765
Tempo růstu	2,55%
Míra investic netto do DM a PK	12,67%
Rentabilita investic netto	20,12%
FCFF 2019	218 108
<b>Parametrický vzorec</b>	<b>4 162 485</b>

Po stanovení pokračující hodnoty podniku je již možné stanovit celkovou hodnotu podniku metodou DCF entity. Výsledná hodnota podniku je rovna hodnotě vlastního kapitálu, který je získán součtem hodnot 1. a 2. fáze ocenění, hodnoty neprovozního majetku, který je v tomto případě nulový a tento součet je nutné snížit o úročený cizí kapitál k datu ocenění.

**Tabulka č. 53 Ocenění podniku metodou DCF entity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 205]**

<b>Výnosové ocenění k 31. 12. 2013</b>	
Současná hodnota 1. fáze	454 446
Současná hodnota 2. fáze	2 860 639
Provozní hodnota brutto	3 315 085
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	484 155
Provozní hodnota netto	2 830 930
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota vlastního kapitálu (tis. Kč)</b>	<b>2 830 930</b>

**Výsledná hodnota podniku SCHENKER, spol. s r. o. stanovena dvoufázovou metodou DCF ve variantě entity je rovna 2 830 930 tis. Kč.**

## 8.2 Ocenění podniku metodou EVA

Ocenění podniku metodou EVA tedy metodou ekonomické přidané hodnoty se v posledních letech v ekonomické praxi stále více prosazuje především ve vyspělých ekonomikách. Základní vztah pro výpočet ukazatele EVA je uveden níže. Je však třeba vzít v úvahu, že uvedený vztah je platný pro výpočet hodnoty podniku v první fázi ocenění. Hodnotu EVA je nutné propočítat pro každý prognózovaný rok a výsledná hodnota za první fázi je stanovena jako součet těchto hodnot diskontovaných na hodnotu současnou. Druhá fáze ocenění je velmi podobná postupu u ocenění metodou DCF. Podrobný výpočet obou fází bude uveden níže.

$$EVA = NOPAT - NOA_{t-1} * WACC$$

Hodnoty NOPAT (korigovaný provozní VH po dani) a NOA (čistá operační aktiva, zde jako provozně nutný investovaný kapitál) již byly vypočteny při stanovování hodnoty podniku metodou DCF entity. Jejich hodnoty jsou tedy uvedeny v kapitolách výše a při výpočtu hodnoty podniku metodou EVA již nebudou znovu odvozovány. Propočet první fáze stanovování hodnoty podniku metodou EVA je uveden v tabulce níže.

Tabulka č. 54 První fáze, EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]

EVA (tis. Kč)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
NOPAT	122 496	135 932	156 274	200 568	220 809	243 554	249 765
NOA	866 731	910 461	969 409	1 109 086	1 174 135	1 241 426	1 273 082
WACC x NOA <sub>t-1</sub>	x	67 517	70 924	75 516	86 396	91 464	96 705
<b>EVA</b>		<b>68 415</b>	<b>85 351</b>	<b>125 053</b>	<b>134 412</b>	<b>152 091</b>	<b>153 059</b>
Odůročitel WACC		0,927731	0,860685	0,798484	0,740778	0,687243	
EVA diskontovaná		63 470	73 460	99 853	99 570	104 523	
<b>Σ EVA diskontovaná</b>	<b>440 876</b>						

Výpočet pokračující hodnoty podniku je založen opět na předpokladu znalosti hodnoty ukazatele EVA v roce následujícím po konci prognózy (první rok druhé fáze). V tomto případě tedy hodnota EVA pro rok 2019. Vztah je uveden níže.

$$EVA_{2019} = NOPAT_{2019} - NOA_{2018} * WACC$$



Na tomto základu je dále možné propočíst pokračující hodnotu podniku vztahem uvedeným níže. Pro výsledné ocenění podniku je též nutné pokračující hodnotu diskontovat na hodnotu současnou.

$$PH = \frac{EVA_{2019}}{WACC - g}$$

Na základě výše uvedeného vztahu je vypočítána pokračující hodnota oceňovaného podniku, která je uvedena v tabulce níže.

**Tabulka č. 55 Pokračující hodnota, EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]**

<b>Pokračující hodnota</b>	
Tempo růstu	2,55%
Míra investic netto	12,67%
WACC	7,79%
EVA <sub>2019</sub>	153 059
<b>PH (tis. Kč)</b>	<b>2 921 059</b>

Závěrečným krokem stanovování hodnoty podniku je součet první a druhé fáze. Tímto krokem je získána hodnota MVA (tržní přidaná hodnota), která spolu s NOA představuje hodnotu vlastního kapitálu podniku.

**Tabulka č. 56 Ocenění podniku metodou EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]**

<b>Ocenění k 31. 12. 2013 (tis. Kč)</b>	
Současná hodnota 1. fáze	440 876
Současná hodnota 2. fáze	2 007 478
<b>MVA</b>	<b>2 448 354</b>
NOA k datu ocenění	866 731
Provozní hodnota brutto	3 315 085
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	484 155
Provozní hodnota netto	2 830 930
Neprovozní majetek k datu ocenění	0
<b>Výsledná hodnota VK podle EVA</b>	<b>2 830 930</b>

**Výsledná hodnota podniku SCHENKER, spol. s r. o. stanovená metodou EVA je 2 830 930 tis. Kč.** Tato hodnota odpovídá hodnotě stanovené metodou DCF entity. Ze stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku metodou EVA je však možné dále vyčíst, že ze stanovené hodnoty brutto (3 315 085 tis. Kč) je v podniku již ke dni ocenění vytvořeno 866 731 tis. Kč a 2 448 354 tis. Kč tvoří přidaná hodnota, která má být teprve vytvořena v budoucnosti.

## **Závěr**

Cílem mé diplomové práce bylo stanovení objektivizované hodnoty vlastního kapitálu společnosti SCHENKER spol. s r. o. k 31. 12. 2013, tedy hodnoty pro blíže nespécifikovaného investora. Ke stanovení výsledné hodnoty byly využity výnosové metody diskontovaných peněžních toků (DCF) ve variantě entity a ekonomické přidané hodnoty (EVA). Ohodnocení bylo provedeno s vědomím managementu společnosti. Jelikož cílem bylo stanovit objektivizovanou hodnotu, nebylo v této práci využíváno podnikových plánů a většina informací byla získána z veřejně dostupných zdrojů.

Diplomová práce obsahuje základní kameny každého ohodnocení, tedy strategickou analýzu příslušného odvětví a postavení podniku, finanční analýzu podniku, dále byla zpracována analýza a prognóza generátorů hodnoty, na jejichž základě byl stanoven finanční plán až do roku 2018 a následně stanovena výsledná hodnota společnosti.

Ze strategické analýzy vyplynulo, že společnost se pohybuje na vysoce konkurenčním trhu s homogenním produktem a vstup do odvětví je téměř neomezený díky neexistujícím restrikcím a v podstatě nulovým vstupním nákladům. Výhodou společnosti SCHENKER je jednoznačně její velikost (patří mezi 3 největší logistické operátory na trhu), schopnost poskytovat komplexní spektrum logistických služeb a dobrá image pramenící z prosazování výkonů nenáročných na životní prostředí. Mezi největší konkurenty patří společnosti DHL Global Forwarding, s. r. o. a CS CARGO, a. s. Hlavní konkurenční výhodou v tomto odvětví je výše cen za poskytované služby. Většina zásílatelských společností poskytuje služby převážně právnickým osobám, u nichž náklady za dopravní a logistické služby vstupují do nákladů celkových a lze předpokládat, že z této strany bude existovat stálý tlak na snižování cen. Po krizi roku 2009 však ceny v tomto odvětví klesly ke svým minimům a menší společnosti skončily krachem. Od té doby lze pozorovat mírný, postupný nárůst cen, který lze předpokládat i do budoucna a vzhledem k již dnes nízké rentabilitě nelze očekávat snižování cen konkurencí.

Strategická analýza též odhalila vnitřní potenciál společnosti a na základě těchto skutečností byl splněn první předpoklad pro potvrzení skutečnosti „going concern“. Závěrem strategické analýzy je prognóza tržeb, která je detailně popsána, a která není v rozporu s podnikovými kapacitami. Z finanční analýzy vyplývá, že podnik je finančně

zdravý a ve většině poměrových ukazatelů překonává odvětvové průměry. Společnost má zároveň silné zázemí a snadnou dostupnost finančních prostředků za nízké úrokové sazby díky své kapitálově silné mateřské společnosti sídlící v Rakousku. Společnost je převážně financována z cizích neúročených zdrojů. Po zpracování těchto analýz byl potvrzen předpoklad „going concern“, který je podmínkou pro možnost ocenění podniku výnosovými metodami a následně byl sestaven finanční plán, který je výchozím zdrojem informací pro výnosové ocenění.

Finanční plán byl sestaven na základě analýzy a prognózy generátorů hodnoty a vzhledem ke stabilní situaci v podniku, byl sestaven pouze v jedné variantě. Jednotlivé položky finančního plánu byly stanoveny metodou podílu z tržeb, při čemž absolutní výše položek, které spadají do pracovního kapitálu, byla stanovena metodou doby obratu. Závěrem finančního plánu je jeho finanční analýza, která koresponduje s finančním plánem sestaveným na základě historických hodnot. Tato skutečnost dokazuje reálnost naplánovaných položek a celý plán dále potvrzuje existenci dostatečné výše finančních prostředků pro realizaci investic v prognózovaném období.

Před závěrečným stanovením hodnoty podniku byly stanoveny průměrné vážené náklady kapitálu (WACC). Toto odvození bylo provedeno na základě modelu oceňování kapitálových aktiv (CAPM), který byl upraven dle metodiky prof. Damodarana pro neamaerické země. Náklady na cizí kapitál jsou stanoveny efektivní úrokovou sazbou z podnikových dlouhodobých úvěrů upravenou o daňovou sazbu. Úrokové sazby se pohybují na nízké úrovni, jelikož věřitelem je mateřská společnost. Pro výpočet pokračující hodnoty podniku bylo upraveno tempo růstu v hodnotě 2,55%, jelikož původní stanovená hodnota byla příliš vysoká. Tato hodnota představuje dlouhodobě udržitelný růst HDP, tedy průměr růstu reálného HDP a teoreticky tak maximální možnou hodnotu, která je použitelná pro pokračující hodnotu.

Hodnota společnosti SCHENKER, spol. s r. o. ke dni 31. 12. 2013, zjištěná metodou DCF činí 2 830 930 tis. Kč, zjištěná metodou EVA činí 2 830 930 tis. Kč. Obě metody poskytují shodné výsledky, avšak metoda EVA zároveň udává velikost hodnoty (z hodnoty brutto), která je již v podniku vytvořena k datu ohodnocení (866 731 tis. Kč) a velikost přidané hodnoty (2 448 354 tis. Kč), která bude teprve vytvořena v budoucnu.

## Seznam použité literatury

- [1] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [2] GERŠLOVÁ, Jana. *Vádemékum vědecké a odborné práce*. 1. vyd. Šenov: Harok, 2009. 149 s. ISBN 978-80-7431-002-7.
- [3] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, v platném znění.
- [4] Zákon č. 89/2012 Sb., občanský zákoník, v platném znění.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, xvi, 367 s. ISBN 80-717-9529-1.
- [6] International Valuation Standards, 2013.
- [7] IDW Standard S1
- [8] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2012, 268 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4004-1.
- [9] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2008, 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [10] GRÜNWARD, Rolf a Jaroslava HOLEČKOVÁ. *Finanční analýza a plánování podniku*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2007, 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [11] SCHENKER, spol. s r. o. *Podnikové materiály*, Praha: SCHENKER, spol. s r. o.
- [12] MINISTERSTVO FINANCÍ ČESKÉ REPUBLIKY. *Makroekonomická predikce – leden 2015* [online]. MFČR 201 [cit. 2015-02-24]. 66 s. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>
- [13] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Doprava, informační a komunikační činnosti, časové řady, finanční ukazatele, roční*. [online]. ČSÚ. 2015 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/dicvf\\_u\\_cr\\_cz\\_nace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/dicvf_u_cr_cz_nace)

- [14] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Doprava, informační a komunikační činnosti, časové řady, finanční ukazatele, čtvrtletní*. [online]. ČSÚ. 2015 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/doszfu\\_b](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/doszfu_b)
- [15] MINISTERSTVO DOPRAVY ČESKÉ REPUBLIKY – DOPRAVNÍ STATISTIKA. *Přeprava věcí na území ČR*. [online]. 2015 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: <https://www.sydos.cz/cs/prepravaCR.htm>
- [16] MINISTERSTVO DOPRAVY ČESKÉ REPUBLIKY. *Ročenka dopravy 2013*. [online]. 2015 [cit. 2015-02-28]. Dostupné z: [https://www.sydos.cz/cs/rocenka\\_pdf/Rocenka\\_dopravy\\_2013.pdf](https://www.sydos.cz/cs/rocenka_pdf/Rocenka_dopravy_2013.pdf)
- [17] PORTER, Michael E. *On competition*. Updated and expanded ed. Boston, MA: Harvard Business School Pub., c2008, xxxi, 544 p. ISBN 9781422126967.
- [18] BUREAU VAN DIJK ELECTRONIC PUBLISHING. *Amadeus*. a database of comparable financial information for public and private companies across Europe
- [19] DAMODARAN, Aswath. *Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-score and Zeta® Models* [online]. New York, 2000 [cit. 2015-03-16]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf>.
- [20] Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, v platném znění.
- [21] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [22] U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY. *Interest Rate Statistic: Daily Treasury Yield Curve Rates* [online]. 2013 [cit. 2015-02-07]. Dostupné z: <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2013>
- [23] DAMODARAN ONLINE. *Historical returns* [online]. 2014 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/histretSP.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html)

- [24] BONSONLINE CHART CENTER ONLINE. *Corporate Bond Spreads* [online]. 2015 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: [http://www.bondsonline.com/Todays\\_Market/Corporate\\_Bond\\_Spreads.php](http://www.bondsonline.com/Todays_Market/Corporate_Bond_Spreads.php)
- [25] INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Report For Selected Countries* [online]. 2015 [cit. 2015-04-07]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/02/weodata/weorept.aspx?>
- [26] DAMODARAN ONLINE. *The Data Page* [online]. 2014 [cit. 2015-04-08]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [27] EUROSTAT. *Míra růstu reálného HDP* [online]. 2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00115>
- [28] DVOŘÁK, Antonín. *Odhad parametrů pokračující hodnoty v modelu DCF – Ekonomika a management* [online]. 2007 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: <http://www.ekonomikaamanagement.cz/cz/clanek-odhad-parametru-pokracujici-hodnoty-v-modelu-dcf.html>

## Seznam zkratek a symbolů

A	Aktiva
CAPM	Model oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash Flow
CZ	Cizí zdroje
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČSÚ	Český statistický úřad
DCF	Diskontované peněžní toky
DHM	Dlouhodobý hmotný majetek
DM	Dlouhodobý majetek
EUR	Euro
EVA	Ekonomická přidaná hodnota
FCF	Volný peněžní tok
FCFF	Volný peněžní tok do firmy
FM	Krátkodobý finanční majetek
HDP	Hrubý domácí produkt
IVS	International Valuation Standards
KPVH	Korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	Krátkodobé závazky
MDČR	Ministerstvo dopravy České republiky
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
MVA	Tržní přidaná hodnota

NOA	Čistá operační aktiva
NOPAT	VH po dani a nákladových úrocích z operační činnosti
OA	Oběžná aktiva
ROA	Rentabilita celkového kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
T	Tržby
USD	Americký dolar
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu



## Seznam obrázků

Obrázek č. 1 Hlavní funkce oceňování podle Kolínské školy, Zdroj: [1, str. 31] .....	21
Obrázek č. 2 Rozbor poměrových ukazatelů, Zdroj: [1, str. 103] .....	26
Obrázek č. 3 Generátory hodnoty, Zdroj: [1, str. 125] .....	29
Obrázek č. 4 Prognóza ziskové marže, Zdroj: [1, str. 128] .....	30
Obrázek č. 5 Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity, Zdroj [1, str. 177].....	40
Obrázek č. 6 Dvoufázová metoda, Zdroj: [1, str. 178] .....	40
Obrázek č. 7 Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu, Zdroj: [1, str. 216] ..	44
Obrázek č. 8 Vztah MVA s NOA a EVA, Zdroj: [1, str. 296] .....	47
Obrázek č. 9 Vlastnická struktura, Zdroj: [11] .....	50
Obrázek č. 10 Vývoj tržeb podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 95].....	68
Obrázek č. 11 Běžná likvidita podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90] .....	74
Obrázek č. 12 Rentabilita tržeb podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90] .....	75
Obrázek č. 13 Obrat aktiv podniku a oboru, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90].....	76

## Seznam tabulek

Tabulka č. 1 Úprava pracovního kapitálu, Zdroj: [1, str. 132-133] .....	32
Tabulka č. 2 Výpočet volného cash flow, Zdroj: [1, str. 170] .....	37
Tabulka č. 3 Úprava VH na korigovaný VH, Zdroj: [1, str. 174] .....	38
Tabulka č. 4 HDP České republiky, Zdroj: [12, str. 39-41] .....	53
Tabulka č. 5 Vývoj úrokových sazeb, Zdroj: [12, str. 19] .....	54
Tabulka č. 6 Vývoj inflace, Zdroj: [12, str. 46] .....	54
Tabulka č. 7 Vývoj cen ropy Brent, Zdroj: [12, str. 14] .....	55
Tabulka č. 8 Objem vývozu a dovozu v ČR, Zdroj: [12, str. 35-37] .....	56
Tabulka č. 9 Vývoj směnných kurzů, Zdroj: [12, str. 18] .....	57
Tabulka č. 10 Vymezení relevantního trhu ve finančních jednotkách, Zdroj: [13], [14]	58
Tabulka č. 11 Vymezení relevantního trhu v naturálních jednotkách, Zdroj: [15], [16, str. 68] .....	59
Tabulka č. 12 Počty subjektů na relevantním trhu, Zdroj: [16, str. 26] .....	61
Tabulka č. 13 Analýza atraktivity trhu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 66]	62
Tabulka č. 14 Vývoj tržního podílu podniku, Zdroj: [11] .....	63
Tabulka č. 15 Analýza konkurenční síly podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 89-90] .....	65
Tabulka č. 16 Prognóza růstu tržeb odvětví a podniku, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 95] .....	67
Tabulka č. 17 Vertikální analýza aktiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	69
Tabulka č. 18 Horizontální analýza aktiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	70
Tabulka č. 19 Vertikální analýza pasiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	71
Tabulka č. 20 Horizontální analýza pasiv, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	71
Tabulka č. 21 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	72
Tabulka č. 22 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 72-75] .....	72

Tabulka č. 23 Ukazatele likvidity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90] ..	74
Tabulka č. 24 Ukazatele rentability, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]	75
Tabulka č. 25 Ukazatele aktivity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90]....	76
Tabulka č. 26 Ukazatele zadlužení, Zdroj: [11], [18], Vlastní zpracování dle [9, str. 76-90] .....	77
Tabulka č. 27 Altmanův index pro nevýrobní podniky, Zdroj: [11], [19], Vlastní zpracování dle [19] .....	78
Tabulka č. 28 SWOT analýza SCHENKER, Zdroj: [11], Vlastní zpracování .....	80
Tabulka č. 29 Analýza ziskové marže zdola, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132].....	82
Tabulka č. 30 Prognóza ziskové marže zdola, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132].....	83
Tabulka č. 31 Analýza a prognóza ziskové marže shora, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 127-132].....	83
Tabulka č. 32 Doba obratu a upravený pracovní kapitál, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 132-136].....	84
Tabulka č. 33 Investiční náročnost růstu tržeb za minulost, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138].....	85
Tabulka č. 34 Prognóza netto investic, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138] .....	86
Tabulka č. 35 Prognóza netto investic na základě konkurence, Zdroj: [18], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138] .....	87
Tabulka č. 36 Prognóza netto investic (upravená), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138].....	87
Tabulka č. 37 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 136-138] .....	88
Tabulka č. 38 Analýza rentability provozně nutného kapitálu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 138-139] .....	89
Tabulka č. 39 Ocenění na základě generátorů hodnoty, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 147-148].....	90
Tabulka č. 40 Plánovaná výsledovka, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 157-158] .....	91

Tabulka č. 41 Plánovaná rozvaha (aktiva), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 160]	92
Tabulka č. 42 Plánovaná rozvaha (pasiva), Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 161]	93
Tabulka č. 43 Plánovaný výkaz peněžních toků, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 158-160]	94
Tabulka č. 44 Finanční analýza plánu, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 161-162]	95
Tabulka č. 45 Prognóza inflace ČR x USA, Zdroj: [25]	98
Tabulka č. 46 Náklady vlastního kapitálu, Zdroj: [11], [21], [22], [23], [24], [25], [26], [27], Vlastní zpracování dle [1, str. 235]	99
Tabulka č. 47 Struktura kapitálu v tržních hodnotách, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 255]	99
Tabulka č. 48 WACC podniku SCHENKER, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 257]	100
Tabulka č. 49 Hodnota podniku za první fázi, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 202-205]	101
Tabulka č. 50 Podklady pro druhou fázi, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 202-205]	102
Tabulka č. 51 Míra růstu reálného HDP, Zdroj: [27]	102
Tabulka č. 52 Výpočet PH - Parametrický vzorec, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 204]	103
Tabulka č. 53 Ocenění podniku metodou DCF entity, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 205]	103
Tabulka č. 54 První fáze, EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]	104
Tabulka č. 55 Pokračující hodnota, EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]	105
Tabulka č. 56 Ocenění podniku metodou EVA, Zdroj: [11], Vlastní zpracování dle [1, str. 301-302]	105

## Seznam příloh

PŘÍLOHA Č. 1 Aktiva společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11] .....	118
PŘÍLOHA Č. 2 Pasiva společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11] .....	119
PŘÍLOHA Č. 3 Výkaz zisku a ztráty společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11] .....	120
PŘÍLOHA Č. 4 Výkaz cash flow společnosti za 2009-2012, Zdroj: [11] .....	121
PŘÍLOHA Č. 5 Predikční test, Zdroj: [1], Vlastní zpracování .....	122
PŘÍLOHA Č. 6 Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný + KPVH, Zdroj: [11] .....	123
PŘÍLOHA Č. 7 Struktura a plán splácení dluhů společnosti, Zdroj: [11] .....	124
PŘÍLOHA Č. 8 Spread mezi dluhopisy, Zdroj: [24] .....	125

# PŘÍLOHY

## PŘÍLOHA Č. 1 Aktiva společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11]

Rozvaha - Aktiva	2009	2010	2011	2012	2013
	Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>564 968</b>	<b>850 404</b>	<b>892 418</b>	<b>1 096 886</b>	<b>1 513 811</b>
<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>113 343</b>	<b>113 377</b>	<b>162 868</b>	<b>384 158</b>	<b>666 807</b>
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>7 434</b>	<b>6 856</b>	<b>4 122</b>	<b>5 587</b>	<b>4 709</b>
Software	7 309	6 664	4 122	3 279	2 033
Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	125	192	0	2 308	2 676
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>105 909</b>	<b>106 521</b>	<b>158 746</b>	<b>378 571</b>	<b>662 098</b>
Pozemky	0	0	41 800	136 983	137 983
Stavby	5 312	5 668	5 547	5 201	391 465
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	12 370	22 827	32 363	35 420	62 656
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1 781	5 823	6 535	143 249	12 518
Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	7 540	57 718	57 476
Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	86 446	72 203	64 961	0	0
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>444 996</b>	<b>683 739</b>	<b>688 482</b>	<b>686 219</b>	<b>834 828</b>
<b>Zásoby</b>	<b>18 231</b>	<b>26 380</b>	<b>5 693</b>	<b>5 663</b>	<b>4 855</b>
Materiál	0	5 002	4 209	3 581	2 117
Nedokončená výroba a polotovary	15 045	19 319	0	0	0
Zboží	3 186	2 059	1 484	2 082	2 738
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7 405</b>	<b>9 375</b>	<b>8 187</b>
Dlouhodobě poskytnuté zálohy	0	0	1 803	793	230
Odložená daňová pohledávka	0	0	5 602	8 582	7 957
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>416 860</b>	<b>617 941</b>	<b>646 731</b>	<b>648 334</b>	<b>801 365</b>
Pohledávky z obchodních vztahů	352 580	488 050	463 570	472 863	527 402
Pohledávky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	40 000	30 000	34 151	90 687
Stát - daňové pohledávky	22 640	15 794	38 175	38 345	39 903
Krátkodobě poskytnuté zálohy	5 990	4 848	7 015	10 411	8 873
Dohadné účty aktivní	35 571	69 223	107 156	92 415	133 077
Jiné pohledávky	79	26	815	149	1 423
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>9 905</b>	<b>39 418</b>	<b>28 653</b>	<b>22 847</b>	<b>20 421</b>
Peníze	642	838	518	332	384
Účty v bankách	9 263	38 580	28 135	22 515	20 037
<b>Časové rozlišení</b>	<b>6 629</b>	<b>53 288</b>	<b>41 068</b>	<b>26 509</b>	<b>12 176</b>
Náklady příštích období	6 629	27 414	23 992	23 225	9 235
Komplexní náklady příštích období	0	25 874	17 076	3 284	2 941

**PŘÍLOHA Č. 2 Pasiva společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11]**

<b>PASIVA</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>564 968</b>	<b>850 404</b>	<b>892 418</b>	<b>1 096 886</b>	<b>1 513 811</b>
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>200 820</b>	<b>209 851</b>	<b>236 225</b>	<b>247 674</b>	<b>367 237</b>
<b>Základní kapitál</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>	<b>1 000</b>
Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
<b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>1 472</b>	<b>1 367</b>	<b>469</b>	<b>200</b>	<b>200</b>
Zákonný rezervní fond	200	200	200	200	200
Statutární a ostatní fondy	1 272	1 167	269	0	0
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>236 465</b>	<b>167 848</b>	<b>167 848</b>	<b>167 848</b>	<b>246 474</b>
Nerozdělený zisk minulých let	236 465	167 848	167 848	167 848	246 474
<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	<b>- 38 117</b>	<b>39 636</b>	<b>66 908</b>	<b>78 626</b>	<b>119 563</b>
<b>Cizí zdroje</b>	<b>364 148</b>	<b>578 796</b>	<b>621 122</b>	<b>825 924</b>	<b>1 131 840</b>
<b>Rezervy</b>	<b>26 684</b>	<b>23 514</b>	<b>81 165</b>	<b>56 012</b>	<b>45 764</b>
Rezerva na daň z příjmů	0	3 919	21 336	0	0
Ostatní rezervy	26 684	19 595	59 829	56 012	45 764
<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>8 180</b>	<b>8 508</b>	<b>43 651</b>	<b>136 224</b>	<b>472 855</b>
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	0	41 800	135 321	472 521
Jiné závazky	0	3 035	1 851	903	334
Odložený daňový závazek	8 180	5 473	0	0	0
<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>329 284</b>	<b>546 774</b>	<b>496 306</b>	<b>633 688</b>	<b>613 221</b>
Závazky z obchodních vztahů	168 293	222 593	249 177	320 834	267 034
Závazky - ovládaná nebo ovládající osoba	0	100 000	0	13 928	15 405
Závazky k zaměstnancům	14 182	17 877	18 739	21 120	18 587
Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	6 912	9 738	10 540	10 099	10 423
Stát - daňové závazky a dotace	2 153	7 315	5 947	3 322	3 136
Krátkodobé přijaté zálohy	0	4	99	0	28
Dohadné účty pasivní	129 041	181 452	209 344	262 304	297 006
Jiné závazky	8 703	7 795	2 460	2 081	1 602
<b>Časové rozlišení</b>	<b>0</b>	<b>61 757</b>	<b>35 071</b>	<b>23 288</b>	<b>14 734</b>
Výnosy příštích období	0	61 757	35 071	23 288	14 734

**PŘÍLOHA Č. 3 Výkaz zisku a ztráty společnosti za 2009-2013, Zdroj: [11]**

<b>VÝKAZ ZISKU a ZTRÁTY</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Tržby za prodej zboží	22 132	16 966	18 930	13 079	17 358
Náklady vynaložené na prodané zboží	17 556	13 527	15 041	10 711	13 992
<b>Obchodní marže</b>	<b>4 576</b>	<b>3 439</b>	<b>3 889</b>	<b>2 368</b>	<b>3 366</b>
Výkony	1 964 324	2 988 261	3 337 799	3 725 718	4 046 892
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 961 655	2 983 987	3 357 118	3 725 718	4 046 892
Změna stavu zásob vlastní činnosti	2 669	4 274	- 19 319	0	0
Výkonová spotřeba	1 653 091	2 520 060	2 798 676	3 202 004	3 484 300
Spotřeba materiálu a energie	35 069	61 256	79 209	73 495	80 185
Služby	1 618 022	2 458 804	2 719 467	3 128 509	3 404 115
<b>Přidaná hodnota</b>	<b>315 809</b>	<b>471 640</b>	<b>543 012</b>	<b>526 082</b>	<b>565 958</b>
Osobní náklady	294 770	372 433	410 552	427 921	421 078
Mzdové náklady	216 782	272 122	299 282	314 160	307 401
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	69 772	90 795	101 493	103 543	103 232
Sociální náklady	8 216	9 516	9 777	10 218	10 445
Daně a poplatky	210	154	181	179	262
Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	18 434	31 998	30 882	27 592	41 729
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	996	4 573	2 613	6 963	2 564
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	969	686	567	2 578	1 140
Tržby z prodeje materiálu	27	3 887	2 046	4 385	1 424
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	347	1 602	2 877	4 147	1 477
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	347	2	5	321	53
Prodaný materiál	0	1 600	2 872	3 826	1 424
Zvýšení (+) / snížení (-) rezerv a opravných položek v provozní oblasti	46610	20358	41776	6871	-13733
Ostatní provozní výnosy	35 106	53 514	66 156	60 437	59 687
Ostatní provozní náklady	25 089	30 144	36 067	24 841	25 079
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>- 33 549</b>	<b>73 038</b>	<b>89 446</b>	<b>101 931</b>	<b>152 317</b>
Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	13 940	27 158	21 128	26 657	6 375
Náklady z přecenění cenných papírů a derivátů	15 006	19 487	32 652	15 219	16 843
Výnosové úroky	83	4	29	5	3
Nákladové úroky	171	1 769	524	3 735	6 671
Ostatní finanční výnosy	0	0	5 494	2	10 072
Ostatní finanční náklady	9 123	20 971	0	14 356	1 886
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>- 10 277</b>	<b>- 15 065</b>	<b>- 6 525</b>	<b>- 6 646</b>	<b>- 8 950</b>
Daň z příjmů za běžnou činnost	- 5 709	11 037	16 013	16 659	23 804
- splatná	1 153	13 742	27 089	19 639	23 179
- odložená	- 6 862	- 2 705	- 11 076	- 2 980	625
<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>- 38 117</b>	<b>46 936</b>	<b>66 908</b>	<b>78 626</b>	<b>119 563</b>
Mimořádné náklady	0	9 308	0	0	0
Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	- 2 008	0	0	0
- splatná	0	- 2 008	0	0	0
Mimořádný výsledek hospodaření	0	- 7 300	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>- 38 117</b>	<b>39 636</b>	<b>66 908</b>	<b>78 626</b>	<b>119 563</b>
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>- 43 826</b>	<b>48 665</b>	<b>82 921</b>	<b>95 285</b>	<b>143 367</b>



**PŘÍLOHA Č. 4 Výkaz cash flow společnosti za 2009-2012, Zdroj: [11]**

<b>VÝKAZ CASH FLOW</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
<b>počáteční stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>41951</b>	<b>9905</b>	<b>39418</b>	<b>58653</b>
<b><i>Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)</i></b>				
Výsledek hospodaření za běžnou činnost před zdaněním	-43826	57972	82921	95285
Úpravy o nepeněžní operace				
Odpisy stálých aktiv	18434	31998	30882	27592
Změna stavu opravných položek, rezerv a komplexních nákladů příštích období	46610	20358	41776	-6871
Zisk (ztráta) z prodeje stálých aktiv	-622	-684	-562	-2257
Výnosy z dividend a podílů na zisku				
Nákladové a výnosové úroky	88	1765	495	3730
Opravy o ostatní nepeněžní operace				
Úpravy o nepeněžní operace – Fúze				
<b>čistý provozní peněžní tok před změnami pracovního kapitálu</b>	<b>20684</b>	<b>111409</b>	<b>155512</b>	<b>117479</b>
Změna stavu pracovního kapitálu				
Změna stavu pohledávek a časového rozlišení aktiv	15205	-139241	-22171	26087
Změna stavu závazků a časového rozlišení pasív	3606	72669	21662	110723
Změna stavu zásob	572	-4140	20687	142
Změna stavu krátkodobého finančního majetku				
<b>čistý provozní peněžní tok před zdaněním a mimořádnými položkami</b>	<b>41067</b>	<b>40697</b>	<b>175690</b>	<b>254431</b>
Vyplacené úroky	-171	-1769	-524	-3735
Přijaté úroky	83	4	29	5
Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost	-18635	13693	-9672	-42731
Příjmy a výdaje spojené s mimořádnými účetními případy	0	-9308		
Přijaté dividendy a podíly na zisku				
<b>čistý peněžní tok z provozní činnosti</b>	<b>22344</b>	<b>43317</b>	<b>165523</b>	<b>207970</b>
<b><i>Peněžní toky z investiční činnosti</i></b>				
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-5017	-10311	-88121	-248862
Příjmy z prodeje stálých aktiv	969	668	567	2578
Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	-40000	10000	-4151
Zvýšení peněžních prostředků – Fúze	1242	35611		
<b>čistý peněžní tok z investiční činnosti</b>	<b>-2806</b>	<b>-14014</b>	<b>-77554</b>	<b>-250435</b>
<b><i>Peněžní toky z finančních činností</i></b>				
Změna stavu závazků z financování	-26904	315	-58200	107449
Dopady změn vlastního kapitálu				
Příjmy (výdaje) z kapitálových a jiných fondů	-144	-105	-898	269
Vyplacené dividendy	-51440	0	-39636	-66908
<b>čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-51584</b>	<b>210</b>	<b>-98734</b>	<b>40810</b>
<b>čistá změna peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>-32046</b>	<b>29513</b>	<b>-10765</b>	<b>-1655</b>
<b>konečný stav peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů</b>	<b>9905</b>	<b>39418</b>	<b>28653</b>	<b>56998</b>

**PŘÍLOHA Č. 5 Predikční test, Zdroj: Vlastní zpracování dle [1, str. 473-480]**

<b>Skutečnost</b>		
<b>Rok</b>	<b>Y</b>	<b>X</b>
	<b>Trh ČR</b>	<b>HDP (b.c.)</b>
2011	414 638	4022410
2012	432 433	4047675
2013	440 365	4086260

		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>X (HDP)</b>		<b>4022410</b>	<b>4047675</b>	<b>4086260</b>
<b>Y (trh)</b>	<b>Skutečnost</b>	<b>414 638</b>	<b>432 433</b>	<b>440 365</b>
	Lineární	422453	426390	432401
	Exponenciální	462366	467062	474327
	Kvadratický	416470	428337	451493

<b>Odchylka</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Suma</b>	<b>Max</b>
	<b>Skutečnost</b>	<b>414 638</b>	<b>432 433</b>	<b>440 365</b>		
	Lineární	1,850%	1,417%	1,842%	5,109%	1,850%
	Exponenciální	10,322%	7,414%	7,160%	24,897%	10,322%
	Kvadratický	0,440%	0,956%	2,465%	3,861%	2,465%

**PŘÍLOHA Č. 6 Rozdělení majetku na provozně potřebný a nepotřebný + KPVH, Zdroj: [11]**

<b>Rozdělení majetku</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	7 434	6 856	4 122	5 587	4 709
Dlouhodobý hmotný majetek	105 909	106 521	158 746	378 571	662 098
<b>Dlouhodobý majetek provozně nutný</b>	<b>113 343</b>	<b>113 377</b>	<b>162 868</b>	<b>384 158</b>	<b>666 807</b>

Zásoby	18 231	26 380	5 693	5 663	4 855
Pohledávky	416 860	617 941	654 136	657 709	809 552
Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	6 629	53 288	41 068	26 509	12 176
Krátkodobé závazky	329 284	546 774	496 306	633 688	613 221
Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)		61 757	35 071	23 288	14 734

Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	9 905	79 418	58 653	56 998	111 108
Likvidita (peníze / krátkodobé závazky)	0,03	0,15	0,12	0,09	0,18

<b>Provozně nutná likvidita</b>	<b>0,03</b>	<b>0,15</b>	<b>0,12</b>	<b>0,09</b>	<b>0,15</b>
<b>Provozně nutné peníze</b>	<b>9 905</b>	<b>79 418</b>	<b>58 653</b>	<b>56 998</b>	<b>91 983</b>

<b>Pracovní kapitál provozně nutný</b>	<b>122 341</b>	<b>168 496</b>	<b>228 173</b>	<b>89 903</b>	<b>290 611</b>
<b>Investovaný kapitál provozně nutný</b>	<b>235 684</b>	<b>281 873</b>	<b>391 041</b>	<b>474 061</b>	<b>957 418</b>

<b>Korigovaný provozní VH</b>	<b>2 009</b>	<b>2 010</b>	<b>2 011</b>	<b>2 012</b>	<b>2 013</b>
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	- 33 549	73 038	89 446	101 931	152 317
Vyloučení VH z prodeje majetku	- 649	- 2 971	264	- 2 816	- 1 087
<b>Korigovaný provozní výsledek hospodaření</b>	<b>- 34 198</b>	<b>70 067</b>	<b>89 710</b>	<b>99 115</b>	<b>151 230</b>
Odpisy	18 434	31 998	30 882	27 592	41 729
<b>KPVH před odpisy</b>	<b>- 15 764</b>	<b>102 065</b>	<b>120 592</b>	<b>126 707</b>	<b>192 959</b>

**PŘÍLOHA Č. 7 Struktura a plán splácení dluhů společnosti, Zdroj: [11]**

<b>Pozemek 1</b>	<b>3 720 000 EUR</b>		<b>Kurz: 27,5</b>				
	2.7.2012	2.1.2013	1.7.2013	2.1.2014	1.7.2014	2.1.2015	1.7.2015
Úrok 2,70%	34 317	51 336	50 220	51 615	50 220	51 615	48 546
Jistina	0	0	0	0	0	124 000	124 000
<b>Celkem</b>	<b>34 317</b>	<b>51 336</b>	<b>50 220</b>	<b>51 615</b>	<b>50 220</b>	<b>175 615</b>	<b>172 546</b>

<b>Pozemek 2</b>	<b>41 800 000 CZK</b>						
	2.7.2012	2.1.2013	1.7.2013	2.1.2014	1.7.2014	2.1.2015	1.7.2015
Úrok - 2,85%	661 833	608 887	595 650	612 196	595 650	612 196	575 786
Jistina	0	0	0	0	0	1 394 000	1 394 000
<b>Celkem</b>	<b>661 833</b>	<b>608 887</b>	<b>595 650</b>	<b>612 196</b>	<b>595 650</b>	<b>2 006 196</b>	<b>1 969 786</b>

<b>Výstavba</b>	<b>340 000 000 CZK</b>		<b>Čerpání</b>				
			1.10.2013	15.1.2014		15.1.2015	
Úrok - 2,51%	0	0	0	2 512 789	0	8 364 958	0
Jistina	0	0	0	11 300 000	0	11 300 000	0
<b>Celkem</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13 812 789</b>	<b>0</b>	<b>19 664 958</b>	<b>0</b>

<b>Celkový přehled v CZK</b>							
Úrok	1 605 551	2 020 627	1 976 700	4 544 397	1 976 700	10 396 567	1 910 801
Jistina	0	0	0	11 300 000	0	16 104 000	4 804 000
<b>Celkem</b>	<b>1 605 551</b>	<b>2 020 627</b>	<b>1 976 700</b>	<b>15 844 397</b>	<b>1 976 700</b>	<b>26 500 567</b>	<b>6 714 801</b>

<b>Celkem platby za rok v CZK</b>							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Úrok	1 605 551	3 997 327	6 521 097	12 307 367	11 763 154	11 258 697	10 613 177
Jistina	0	0	11 300 000	20 908 000	20 511 200	20 511 200	20 511 200
<b>Celkem</b>	<b>1 605 551</b>	<b>3 997 327</b>	<b>17 821 097</b>	<b>33 215 367</b>	<b>32 671 154</b>	<b>32 166 697</b>	<b>31 521 177</b>

**Pozemek 1**

	4.1.2016	1.7.2016	2.1.2017	3.7.2017	2.1.2018	2.7.2018
Úrok 2,70%	48 695	44 947	44 733	42 315	40 846	38 716
Jistina	124 000	124 000	124 000	124 000	124 000	124 000
<b>Celkem</b>	<b>172 695</b>	<b>168 947</b>	<b>168 733</b>	<b>166 315</b>	<b>164 846</b>	<b>162 716</b>

**Pozemek 2**

	4.1.2016	1.7.2016	2.1.2017	3.7.2017	2.1.2018	2.7.2018
Úrok - 2,85%	577 540	533 078	530 531	501 842	484 404	459 135
Jistina	1 394 000	1 394 000	1 394 000	1 394 000	1 394 000	1 394 000
<b>Celkem</b>	<b>1 971 540</b>	<b>1 927 078</b>	<b>1 924 531</b>	<b>1 895 842</b>	<b>1 878 404</b>	<b>1 853 135</b>

**Výstavba**

	15.1.2016		16.1.2017		15.1.2018	
Úrok - 2,51%	8 077 389	0	7 832 504	0	7 481 696	0
Jistina	11 300 000	0	11 300 000	0	11 300 000	0
<b>Celkem</b>	<b>19 377 389</b>	<b>0</b>	<b>19 132 504</b>	<b>0</b>	<b>18 781 696</b>	<b>0</b>

**Celkový přehled v CZK**

Úrok	9 994 036	1 769 118	9 593 192	1 665 505	9 089 354	1 523 822
Jistina	16 104 000	4 804 000	16 104 000	4 804 000	16 104 000	4 804 000
<b>Celkem</b>	<b>26 098 036</b>	<b>6 573 118</b>	<b>25 697 192</b>	<b>6 469 505</b>	<b>25 193 354</b>	<b>6 327 822</b>

**Celkem platby za rok v CZK**

	2019	2020	2021	2022	2023
Úrok	10 080 001	9 540 180	8 997 320	6 386 779	6 047 789
Jistina	20 511 200	20 511 200	97 752 000	11 300 000	238 300 000
<b>Celkem</b>	<b>30 988 001</b>	<b>30 448 180</b>	<b>106 749 320</b>	<b>17 686 779</b>	<b>244 347 789</b>

2021 Refinancování pozemků

2023 Refinancování výstavby

PŘÍLOHA Č. 8 Spread mezi dluhopisy, Zdroj: [24]

Rating	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	7 yr	10 yr	30 yr
Aaa/AAA	5	8	12	18	28	42	65
Aa1/AA+	10	18	25	34	42	54	77
Aa2/AA	14	29	38	50	57	65	89
Aa3/AA-	19	34	43	54	61	69	92
A1/A+	23	39	47	58	65	72	95
A2/A	24	39	49	61	69	77	103
A3/A-	32	49	59	72	80	89	117
Baa1/BBB+	38	61	75	92	103	115	151
Baa2/BBB	47	75	89	107	119	132	170
Baa3/BBB-	83	108	122	140	152	165	204
Ba1/BB+	157	182	198	217	232	248	286
Ba2/BB	231	256	274	295	312	330	367
Ba3/BB-	305	330	350	372	392	413	449
B1/B+	378	404	426	450	472	495	530
B2/B	452	478	502	527	552	578	612
B3/B-	526	552	578	604	632	660	693
Caa/CCC+	600	626	653	682	712	743	775
US Treasury Yield	0.13	0.45	0.93	1.74	2.31	2.73	3.55